

Les Sociétés de Placement à long terme en valeurs mobilières ou “ Investment - Trust ”



THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et Soutenue

par

Marc JOUBERT

Président :

Henri TRUCHY

Suffragants :

Charles RIST, Roger PICARD

IMPRIMERIE DES ÉDITIONS DU FEU
AIX-EN-PROVENCE

1931



Digitized by the Internet Archive
in 2026

Les Sociétés de Placement
à long terme

Les Sociétés de Placement à long terme en valeurs mobilières ou “ Investment - Trust ”



THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et Soutenue

par

Marc JOUBERT

Président :

Henri TRUCHY

Suffragants :

Charles RIST, Roger PICARD

IMPRIMERIE DES ÉDITIONS DU FEU
AIX-EN-PROVENCE

1931

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.



MEIS ET AMICIS

INTRODUCTION

I

La Société de Placement groupe des capitaux privés dans le plus grand nombre possible et les emploie en achats de valeurs mobilières ; ces achats, qui constituent l'actif social, sont ordonnés selon une méthode de gestion ayant pour unique but d'assurer à la fois sécurité et profit aux capitalistes membres de la Société.

L'expérience nous enseigne que cette méthode consiste dans : 1° une très large répartition des placements dûment étudiés ; ce qui entraîne, non pas l'élimination totale, mais du moins une très forte diminution par compensation des risques courus tant par le capital que par les revenus.

2° l'accumulation de réserves importantes (la Société de Placement, constituée par des épargnants, doit elle-même épargner).

3° la mise en application de ces deux premières règles par un conseil de spécialistes, véritables techniciens du placement, dont le salaire pourra être considéré comme la prime d'une assurance contractée par les épargnants.

La Société de Placement est, et doit rester, dans la gestion des capitaux, un instrument qui réalise les sages principes

d'économie domestique du « bon père de famille ». Autant qu'elle remplit avec succès cette fonction, elle apparaît comme l'unique organisme pouvant procurer à tout capitaliste, petit épargnant ou gros rentier, le bénéfice de qualités et de connaissances que lui-même ne peut posséder qu'en partie, dans le domaine délicat du placement à long terme en valeurs mobilières.

L'état de capitaliste est en effet de nos jours d'une grande précarité. Cette instabilité des fortunes semble due, très souvent au « peu de défense » dont est capable en général le détenteur d'un capital sur le champ de bataille qu'est une Bourse, dans quelque pays que ce soit. Supprimer les attaques, éloigner ceux qui dressent les embûches, éliminer par décret les risques quotidiens les plus divers que court tout portefeuille, c'est là une tâche qui n'est pas encore menée à bien, en supposant qu'elle soit possible. Il paraît donc indispensable de songer à fournir au petit épargnant, comme au « rentier », les armes nécessaires pour défendre utilement leurs mises. Le premier est apparemment le plus vulnérable des deux, mais en réalité, la sécurité de l'un n'est guère mieux assurée que celle de l'autre.

Le plan général de notre étude sera le suivant :

A. — Montrer quels obstacles rencontre un particulier dans la gestion de son avoir en valeurs mobilières et comment la Société de Placement permet de les écarter.

B. — Dégager autant que possible de l'expérience étrangère (anglaise et américaine) les principes de succès qu'elle a consacrés et signaler les erreurs qu'elle a révélées.

C. — Exposer ensuite ce qui a été fait dans ce domaine en France et ce qui reste à faire.

II

Le propriétaire d'une grosse fortune (placée en valeurs mobilières) paraît au premier abord n'avoir pas besoin, pour

le soin de son portefeuille de titres, des mêmes secours que le petit épargnant. On a souvent dit les nombreux avantages presque les privilèges, qu'un important portefeuille de valeurs mobilières confère à son propriétaire, avantages dont l'espoir même est interdit au petit épargnant. Nous allons les énumérer à notre tour, mais en remarquant combien cette supériorité est en somme relative.

Nous n'omettons point de relever ensuite les risques de même nature qu'ils courent l'un et l'autre, pour conclure à l'incapacité de tout capitaliste, gros ou petit, à pratiquer une gestion adaptée aux circonstances actuelles.

Le propriétaire d'une fortune mobilière importante peut s'intéresser à de multiples affaires; il a ainsi de nombreuses sources de revenu qui ne tariront, sans doute, point toutes en même temps. De plus, grâce à cette grande variété de placements, il détient, peut-être, quelques chances de gains appréciables en capital; tandis que ce même fractionnement écarte à coup sûr la perte totale de ses ressources, car il est très peu d'exemples de désastre général et irrémédiable s'abattant à la fois sur toutes les classes de valeurs.

Il y a là, contre la ruine totale, définitive d'un portefeuille, une garantie, une sorte d'assurance due uniquement à l'efficacité mécanique d'une loi de division des risques. Cette loi agit sans autre intervention personnelle du capitaliste que le fractionnement de sa fortune en différents placements, et cela souvent sans grande science financière.

C'est cette division des risques que la modicité de son avoir interdit au petit épargnant. Sans doute pourra-t-il, en l'absence d'une société de placement, prendre une valeur d'une Compagnie, une holding par exemple pratiquant elle-même, en conséquence de sa politique de contrôle, une certaine répartition de ses participations. Il est incontestable que le propriétaire d'une action de telle Compagnie de pétroles étendant son activité sur le monde entier, pratique indirectement et inconsciemment souvent, une répartition géographique de son placement. Mais c'est encore tout de même met-

tre tout se œufs dans le même panier que d'en rester là. Ainsi que l'étude des sociétés de placements nous le montrera, il n'y a pas que la seule répartition géographique des risques, il y en a d'autres et qui n'atteignent leur pleine efficacité qu'à la condition de jouer toutes ensemble et suivant une certaine harmonie.

La faible importance de ses capitaux est donc pour le petit épargnant en elle-même bien dangereuse. D'autant plus que, en raison de cette situation sans grand espoir, va peut-être naître dans son esprit le raisonnement suivant lequel il vaut mieux franchement jouer, à la Bourse s'entend, et prendre de propos délibéré des valeurs de spéculation, telles qu'au moins une chance courue de gros gain puisse consoler plus tard de la perte du principal. Ce qui, faussant le but économique de l'Épargne, est fâcheux tant du point de vue individuel que du point de vue social.

Si maintenant l'on considère plus particulièrement l'intérêt produit par l'argent placé, le revenu du petit capitaliste est intimement lié à la prospérité, à la solidarité de quelques affaires industrielles ou commerciales peu nombreuses. Il se peut que dans certains cas, la courbe de son revenu ne suive pas celle du coût de la vie, par exemple, et qu'il en pâtisse. En outre, il peut exister des valeurs de premier ordre, en ce sens que le plus bel avenir leur paraît réservé, mais qui, provisoirement, sont d'un rendement nul, ne pouvant distribuer aucun dividende.

Cela nous conduit à considérer une autre qualité inhérente à un capital de grande importance; c'est la faculté d'attente qui est en lui. Il lui est facile, et c'est là un principe de sage gestion, d'aller, pour une part à déterminer, vers les affaires qui sont en voie de création ou de réorganisation. Mais ces affaires, durant les premières années, ne pourront donner aucun bénéfice; il faut donc que les capitalistes qui « lancent » ces affaires trouvent ailleurs d'autres sources de revenus et cela durant longtemps parfois.

Sans doute on peut objecter que s'intéresser ainsi à la créa-

tion d'une affaire industrielle ou commerciale, c'est n'être plus simplement dans le rôle de celui qui cherche uniquement à placer son épargne. Il est incontestable qu'à la qualité de capitaliste vient s'ajouter alors, dans une certaine mesure, celle d'industriel, d'entrepreneur ou de commerçant. Placer ainsi ses capitaux, c'est s'intéresser directement à la production et l'on passe du domaine de la gestion d'une fortune à celui du financement de la production, domaines sans doute très voisins et ayant entre eux de nombreux points communs, mais qui cependant paraissent être bien différenciés dans une analyse de la vie économique. La limite sera probablement très difficile à reconnaître, mais elle n'en existe pas moins, on en voit fréquemment apparaître l'importance au cours d'une étude sur les Sociétés de placement. On se trouve alors parfois en face de groupements financiers d'un type mal ou peu évolué possédant à la fois, par exemple, des caractéristiques d'un Investment Trust et celles d'une Holding Company; ces dernières, ayant une politique de contrôle industriel, sont essentiellement des rouages de l'organisation scientifique moderne de la production, à moins que, entre les mains de certains financiers, elles ne deviennent des instruments de spéculation.

Néanmoins, on doit convenir que placer des capitaux en valeurs mobilières, c'est toujours financer la production. Dans tout acte d'investissement, lorsqu'il n'est pas délibérément de pure spéculation, se trouve un choix, une appréciation déterminée par un ensemble de considérations portant directement sur des faits de production. On est toujours un « entrepreneur » ou « marchand » lorsque l'on est propriétaire d'actions ou de parts.

Il faut l'être, en tout cas, suffisamment, pour que cette appréciation soit motivée par des observations, par une juste critique économique et financière particulière à chaque affaire.

C'est à ce sujet que l'on doit constater l'incompétence générale des détenteurs de capitaux.

Et l'on ne peut, en se plaçant à ce point de vue, opposer

ainsi que nous le faisons tout à l'heure, le propriétaire d'une grosse fortune et celui de modestes économies. Chez l'un et chez l'autre, on retrouve les mêmes imperfections et tous deux se heurteraient aux mêmes obstacles s'ils voulaient s'en corriger.

Le jugement du « bon père de famille » ne suffit plus aujourd'hui pour peser l'exacte valeur d'un placement mobilier.

L'enchevêtrement des faits économiques, la diversité et l'étendue des marchés, l'accélération constante du rythme économique, conséquence des progrès scientifiques, ne se laissent pénétrer et étudier que par qui possède des instruments d'investigation, des procédés et des méthodes adaptés à ce nouvel état de choses.

Ce n'est point que sur des principes foncièrement nouveaux, un ordre économique nouveau ait été établi. Nous ne le croyons pas. Le fait nouveau qui rend l'individu incapable ou incompetent, dans le cas que nous étudions, est ailleurs. Il est dans la mise en œuvre, dans l'application de ces mêmes principes de gestion du bon père de famille. De même semble-t-il que les lois fondamentales de la Production n'ont pas changé, mais seulement l'organisation de la Production ou ce que l'on peut appeler la mise en œuvre de ces lois fondamentales. De même les principes qui doivent guider tout placement d'un capital privé sont restés ce qu'ils étaient, mais en face des nouvelles formes et des nouvelles méthodes de la production, le capitaliste doit, pour utiliser ces principes éprouvés, mettre en œuvre de nouvelles formes et de nouvelles méthodes d'études des placements.

Il est assez normal que ce domaine particulier de la vie économique, le placement des capitaux, ne reste pas en dehors d'une évolution qui anime toute cette vie économique. Il ne pourrait d'ailleurs y échapper sans faire courir un très grand danger au capitaliste, c'est-à-dire sans entraîner, à plus ou moins brève échéance, la perte totale de son « avoir ». Telle est la conséquence, en effet, de toute méthode de pla-

cement qui laisse une trop grande part au hasard, à la spéculation.

Mais comment le capitaliste, de plus en plus affairé à gagner sa vie à mesure que se développe la spécialisation, pourra-t-il, alors que rien ne l'y a préparé et que tout dans sa vie quotidienne s'y oppose, s'élever assez haut dans la connaissance du marché des valeurs mobilières pour opérer et pour surveiller le placement de son épargne? Quelles que soient ses aptitudes ou ses dons naturels, on ne peut que constater l'impossibilité pour lui d'égaliser jamais un service d'études financières, soit en qualité, soit en puissance.

La fonction de la société de placement nous paraît alors bien nette ainsi que sa place dans ce que l'on pourrait appeler « l'équipement financier et économique moderne », à côté des banques d'affaires ou de crédit, des Holdings, des diverses Compagnies financières et de l'ensemble des puissantes sociétés de Production. C'est un organe supplémentaire qui vient utilement s'entremettre entre l'offre et la demande des capitaux moins pour discuter et régler, aux lieu et place du capitaliste privé, les conditions et l'exécution du financement des entreprises, que pour en apprécier à tout instant le « standing ». Cet organisme nouveau ne doit avoir en vue que l'intérêt largement, scientifiquement entendu des capitalistes qui lui font confiance. Il se substitue à eux pour leur procurer et pour mener à bien une gestion que le simple particulier ne peut songer à opérer.

Il faut toutefois remarquer que dans cette rationalisation de la fonction de capitaliste, la substitution qui en résulte (organisme complexe et spécialisé agissant aux lieu et place de l'individu isolé) n'est point absolue. Autrement dit, l'épargnant ne peut se décharger totalement du soin de son avoir; il ne doit point abdiquer tous ses droits.

En remettant ses fonds à une Société de Placement, il faut tout d'abord que le capitaliste connaisse bien les principes de gestion dont cette Société se recommande. Nous verrons au cours de cette étude combien de formules d'Investment

Trusts, particulièrement aux Etats-Unis, sont offertes à l'épargnant; leur variété est telle que certaines reposent sur des méthodes en réalité inconciliables, toutes cependant prétendant lutter contre les mêmes risques, les mêmes dangers. Le capitaliste a, là, matière à exercer son jugement et son esprit critique, mais son éducation à ce sujet sera plus aisée, mieux à sa taille que l'initiation financière, nécessairement toujours incomplète, à laquelle il peut prétendre pour la gestion personnelle de sa fortune.

Ce premier point acquis, avant de faire confiance à cette société, il est indispensable au capitaliste qu'il s'assure de la « moralité » des comités de gestion; rien ne sert de proclamer bien haut d'excellents principes si on ne les met pas en pratique.

Il y a là un risque dont la charge ne peut en rien lui être évitée. Il lui faudra une grande circonspection pour ne point tomber dans les pièges masqués par une belle publicité. Par la suite encore il faudra qu'il sache lire entre les lignes des bilans et des compte-rendus de la Société, ce dont il ne doit en aucun cas se désintéresser. On peut en somme dire que parallèlement à la substitution indiquée plus haut, il y en a une autre portant sur les risques que court tout capital. C'est indiscutable, mais cela n'implique aucune aggravation de ces risques, car il semble que l'épargnant doive, somme toute, y gagner et que sa position s'en trouve renforcée. La souscription une fois effectuée au lieu d'avoir à surveiller plusieurs valeurs industrielles, chose qu'il ne pourra faire, en général, que bien imparfaitement, notre épargnant n'aura qu'à s'assurer de la loyale et sage administration de la Société de Placement. Il pourra, à ce sujet, trouver les éléments de son appréciation plus facilement et opérer un contrôle lui laissant une sécurité certaine. L'Investment Trust, au contraire, aura le soin continu de respecter les règles de diversification, d'étudier à fond le contenu de chaque valeur et sa tenue sur les différents marchés, d'exercer une surveillance de tous les instants.

Cette application du principe de la division du travail

qu'est, en somme, la création et le développement de ces organismes de gestion de portefeuille mérite d'être étudiée.

Elle le mérite parce qu'elle ne peut que rendre de grands services à tout un monde de capitalistes dont le nombre paraît aller toujours en croissant. Aux Etats-Unis, le nombre des porteurs de valeurs mobilières n'est-il pas passé en quinze ans de 500.000 à près de 20.000.000 ? Pour la France, M. Marcel Cavalier donnait en 1926 comme évaluation minima le chiffre de 1.200.000. Il y a alors nécessité que soient créées des organisations qui protègent l'épargne de ces capitalistes et leur évitent de faire les frais d'une spéculation dont de puissants spécialistes seuls, peuvent retirer le bénéfice.

Sans doute, il n'existe pas de société de placement dans tous les pays, et, même dans ceux où il s'en trouve, le système de gestion personnelle de chaque portefeuille subsiste-t-il encore très largement. Souvent, il est vrai, cette gestion s'effectue selon les directives données par les guichets de renseignements des banques, émanant de services d'études financières. Mais on doit reconnaître que dans ces conseils, l'intérêt de la Banque n'est jamais négligé. Aussi ces moyens sont loin de donner toute satisfaction.

L'on en vient à souhaiter que par suite d'une évolution, d'ailleurs fort rationnelle, se détache des fonctions proprement dites de Banque celle, toute particulière et se suffisant à elle-même, qui consiste à guider et à protéger le fruit de l'épargne individuelle. L'expérience de l'Angleterre et des Etats-Unis montre que cela est dans le domaine du possible. Du point de vue de la Science économique, il y aurait là un phénomène de différenciation tout naturel. La Banque de dépôt a bien su assurer sa vie propre en dehors de la Banque d'Affaires; pourquoi n'y aurait-il pas aussi des Compagnies financières spécialisées dans le placement à long terme en valeurs mobilières ?

Ne peut-on appliquer le principe moderne de l'Assurance à la matière des risques des placements mobiliers, en utili-

sant la puissance d'action que contient de nos jours tout groupement important des capitaux ?

Il nous semble que l'on doit répondre par l'affirmative, et l'objet de cet ouvrage est la justification de cette réponse.

PREMIÈRE PARTIE

PREMIERE PARTIE

C'est en Angleterre d'abord, aux Etats-Unis ensuite que sont apparus et se sont fixés les Investment Trusts, et c'est dans ces deux pays que leur développement, d'une ampleur vraiment remarquable, s'offre à nous comme l'objet d'une étude expérimentale, qui est ainsi divisée en :

Chapitre I. — Les Investment Trusts en Grande-Bretagne.

Chapitre II. — Les Investment Trusts aux Etats-Unis.

Chapitre III. — Les Investment Trusts dans les autres pays.

CHAPITRE PREMIER

Les Investment trusts en Grande Bretagne

Selon un article de « Bankers Monthly » de Juin 1927 le premier Investment Trust serait né ainsi en Ecosse à Dundee : vers 1860 un jeune employé d'une maison de commerce préparait un voyage aux Etats-Unis. Plusieurs de ses amis lui demandèrent de vouloir bien recevoir de chacun d'eux une somme de 1.000 livres pour les faire profiter du taux de l'intérêt élevé pratiqué alors outre Atlantique. Une fois en Amérique, il placerait, pour le compte de chacun d'eux, cette somme de 1.000 livres de la façon qu'il jugerait la plus profitable. Il leur répondit qu'il vaudrait mieux, peut-être, réunir en une seule masse tous ces lots de 1.000 livres (ils étaient une trentaine), ce capital commun devant être employé par lui en différentes participations permettant une certaine répartition des risques; quant aux bénéfices, ils seraient tout simplement divisés entre les participants.

Le mécanisme de l'Investment Trust aurait, selon cette version, été inventé du premier coup par le jeune employé écossais, qui maintenant préside encore à la destinée de nombreux Investment Trusts. Selon d'autres versions, la formule de la Société de placement se serait dégagée plus lentement des autres types de sociétés financières et l'importance d'un fractionnement très étendu du capital social ne serait apparue qu'après réflexion, par l'étude de certaines compo-

sitions de portefeuilles ayant donné de réels succès. Ces portefeuilles avaient été constitués pour trouver à des capitaux anglais un emploi plus rémunérateur que sur le marché intérieur où l'abondance d'argent avait provoqué une forte baisse du taux de l'intérêt en même temps que de véritables crises de spéculation entraînant pour la grosse masse des petits et moyens possédants la perte d'une partie de leur épargne.

Il est incontestable que c'est dans cet ordre de faits qu'il faut chercher la cause de l'apparition des Investment Trusts, la réunion de quelques amis de Dundee ne devant en être qu'une illustration.

*Circonstances ayant été favorables à l'apparition
des Investment Trusts*

En 1815, à la chute de Napoléon, l'Angleterre retire de sa victoire militaire non seulement un succès politique, mais aussi une situation financière très forte. Elle est le seul pays d'Europe qui n'ait subi sur son sol aucun des dommages de la guerre.

Ses manufactures que le blocus n'a pas abattues vont donner naissance au développement industriel qui caractérise le dix-neuvième siècle; elles sont déjà en état de répondre à toutes les demandes que les autres nations sont obligées de lui adresser, étant donné l'absence de la concurrence internationale.

Ce développement industriel laisse dans le pays une masse de bénéfices substantiels et accroît l'Épargne nationale. Cette ère de prospérité nécessite sans doute d'importants investissements sur place, c'est-à-dire sur le sol même du Pays : usines à construire, outillage à moderniser, voies de communications à établir; mais l'abondance des capitaux anglais est alors très grande, et une fois cette demande nationale satisfaite, il reste encore sur le marché une forte masse de capitaux en quête d'emploi.

Une des premières conséquences de ce courant d'épargne relativement trop important, est dans les conversions d'intérêts que l'Etat Anglais a l'occasion de réaliser au cours du

XIX^e siècle. Pour financer jusqu'au bout sa lutte contre Napoléon, il a naturellement dû contracter une très lourde dette publique; l'Epargne n'a répondu à cet appel du Trésor que sur la promesse d'un taux d'intérêt assez élevé; mais dès que la possibilité d'une conversion des rentes se présente, l'Etat Anglais, soucieux de ses deniers, ne veut pas s'en priver. C'est ainsi que, pour prendre deux exemples extrêmes, en 1822 le « Navy » 5 % est converti en 4 % et en 1889 le 3 % est converti en 2 1/2 %. Aussi les Fonds d'Etat Anglais, s'ils ont toujours la grande faveur du public (la parité est en effet parfois atteinte et dépassée) deviennent-ils de moins en moins attrayants. Le capitaliste trouve bien dans ce placement le maximum de sécurité, mais la contrepartie est le revenu très bas qu'il en retire. Il lui faut donc chercher autre chose.

Il se tourne, au début de cette période vers les Emprunts d'Etats ou de Municipalités étrangères qui ont tout d'abord une très grande vogue parce que l'épargnant anglais leur attribue un coefficient de sécurité égal à celui des rentes anglaises, tout en étant naturellement conquis par les taux d'intérêts relativement élevés qui sont stipulés. Malheureusement au bout de très peu d'années, la pauvreté de ces débiteurs apparaît et le service des intérêts est même parfois suspendu.

L'industrie, pendant ce temps, continue de se développer. Les marchés extérieurs paraissent de plus en plus sûrs et les manufactures n'ont qu'un souci : développer leur capacité de production. L'exploitation individuelle n'est bientôt plus suffisante. La Compagnie ou Société industrielle se montre seule capable d'organiser et de diriger une production sans cesse grandissante, et, du point de vue financier, les émissions nombreuses de valeurs industrielles sont le témoin de cette évolution.

C'est là, pour l'Epargne Anglaise, un emploi très intéressant et un moyen de participer à cette prospérité générale. Malheureusement il faut attendre 1862 pour que le pays soit doté avec le « Company Act » d'une législation réglementant

la constitution des premiers Investment Trusts. Avant 1862 les Capitalistes Anglais ont à faire leur apprentissage en matière de spéculation et la crise de 1847 cause bien des ruines et des désastres.

C'est l'engouement du public pour les valeurs industrielles et en particulier pour les valeurs de chemin de fer qui provoque cette crise, qu'accentue d'autre part le manque de réglementation de l'émission des actions (on souscrivait sans verser de provision).

Avant 1862, on est donc en face d'une situation ainsi caractérisée par :

a) Une prospérité industrielle remarquable, entraînant comme conséquence la formation annuelle d'une épargne abondante. Cette habitude de l'épargne et de son placement avait, sans doute, pour origine la souscription patriotique au début du siècle aux emprunts finançant la lutte contre Napoléon et rapportant aux porteurs de titres un intérêt élevé.

b) Une suite d'expériences coûteuses que firent les capitalistes anglais dans la gestion, toute nouvelle pour eux, d'un portefeuille se gonflant néanmoins d'année en année. Ces expériences ont appris à l'épargnant :

1° Qu'un débiteur de tout repos (l'Etat Anglais) peut utiliser au détriment de son créancier la baisse de l'intérêt de l'argent en opérant des conversions ;

2° Que l'importance politique de l'emprunteur (Etat ou grande ville étrangère) ne garantit nullement sa solvabilité ou sa sincérité ;

3° Que pour les titres industriels, il y a souvent un grand écart entre la valeur boursière du titre et sa valeur réelle, intrinsèque; et que, seul, un petit groupe de spéculateurs professionnels peut en tirer avantage ;

4° Que de plus en plus il lui faudra, à l'avenir, placer son argent par delà les mers, à l'étranger ou dans les colonies ;

Bref qu'il est très difficile d'allier dans le placement d'un capital d'importance modeste, la sécurité du principal à un

revenu relativement élevé. On peut dire que depuis cette époque et sur tout marché financier il en est toujours ainsi.

Le mal connu, on cherche le remède.

Il existait alors des hommes d'affaires, Ecossais généralement, qui géraient comme « Trustee » des biens très importants et dont les propriétaires, ou incapables, ou trop nombreux mais voulant néanmoins rester dans l'indivision, ne pouvaient ou ne voulaient pas s'occuper directement.

Ces gérants suivaient, empiriquement, sans aucun doute, certaines règles qui permettaient aux propriétaires de ces fortunes de toucher des revenus annuels à peu près réguliers, ce qui est d'une importance capitale dans l'organisation d'un budget ou d'un « train de vie » en même temps qu'elles semblaient assurer, relativement la conservation du capital.

Il y avait là une source d'enseignement pour qui s'intéressait au placement des capitaux beaucoup moins importants, uniquement fruits de l'épargne sur des revenus ou des salaires modestes, mais qu'une législation nouvelle (nous sommes en 1862) permettait de grouper. Au fractionnement fortuit des capitaux privés de diverses importances, on pouvait substituer un fractionnement plus scientifique, financièrement parlant, une diversification protectrice, grâce aux « Company Act ». Car c'était bien à une diversification voulue, raisonnée, qu'il fallait attribuer le succès de ces « trustees » dans l'accomplissement de leur charge.

Telles sont, sans doute, les circonstances qui ont précédé et entouré la formation des premiers « Investment Trusts » et leur apparition sur le marché de Londres avec la « Financial Association » et « l'International Financial Society » en 1863.

Développement et succès des Investment Trust en Grande Bretagne

De 1863 à notre époque, il s'est créé de très nombreux Investment Trusts; on peut affirmer qu'ils ont eu une carrière très belle, riche en succès puisqu'en fin 1928 on pouvait écrire que les titres détenus par l'ensemble de ces sociétés

anglaises avaient une valeur nominale de 240 millions de livres sterling, soit trente milliards de notre monnaie, ce qui représente une valeur boursière de beaucoup supérieure.

Mais une telle croissance n'est pas allée sans quelques défaillances. Il a fallu mettre au point une véritable technique et cela a été au prix de sacrifices certains, de pertes subies par les capitalistes anglais.

Ces difficultés auxquelles se sont heurtées les Investment Trusts peuvent être considérées pour quiconque les étudie maintenant, comme autant de « pierres de touche » permettant de reconnaître les bonnes méthodes de gestion des mauvaises.

Les deux époques critiques pour ces Investment Trusts ont été la « Crise Baring » et la Grande Guerre.

Cela nous donne les divisions naturelles à suivre pour notre étude.

A. — *Période antérieure à la Crise Baring (1890)*

Le marché financier de Londres est caractérisé durant cette période, surtout dans les dix années précédant 1890, par une hausse générale des valeurs en même temps que par des émissions très nombreuses et très variées. Londres s'affirme de plus en plus comme le marché mondial des capitaux. Tous les capitaux y viennent, malgré une baisse de l'intérêt assez importante qui permet de nouvelles conversions de la Dette publique anglaise; d'autre part, toutes les affaires nouvelles s'adressent aux banques de Londres pour placer leurs titres (emprunts pour la construction et l'exploitation de chemins de fer représentant de très importantes immobilisations et tous autres emprunts nécessaires à la mise en valeur des territoires de l'une et l'autre Amérique ou des gisements miniers africains). Jusqu'en 1880 la création des Investment Trusts est assez lente et d'ailleurs certaines des sociétés rangées sous cette étiquette ne la méritent pas complètement; cela est naturel si l'on songe que l'on en est encore à la période d'extrême jeunesse de ces organismes, leur différenciation d'avec les Banques d'affaires, des « financing Com-

panies » ne s'étant faits que lentement. Les créateurs des Investment Trusts sont en même temps, trop souvent des banquiers, et cette double fonction favorise parfois dans la gestion d'un portefeuille des tendances qui à l'heure actuelle seraient réprimées immédiatement, outre-Manche tout au moins.

Voici un tableau qui peut donner une idée de la cadence du développement des Investment Trusts de 1863 à 1890.

1863	1	1884	2
1873	2	1886	2
1878	1	1887	4
1879	6	1888	8
1881	1	1889	16
1883	3	1890	2

Il faut faire remarquer que ces chiffres ont été relevés sur une liste ne comprenant que des Compagnies ayant une certaine importance. Ils ne sauraient donc être considérés comme l'expression exacte de la réalité. En fait il s'en est créé beaucoup plus, mais les plus petits ont été laissés de côté. Cela suffit d'ailleurs pour juger de l'allure de ce mouvement.

Toutes les émissions des valeurs des Trusts sont alors couvertes rapidement; le public est donc favorable à ces organismes, d'ailleurs ne lui montre-t-on pas des résultats des plus alléchants ? Voici un aperçu des dividendes en % d'après « l'Economist ».

	1879	1880	1881	1882	1883	1884	1885
American Investment Co	5	5 1/2	6 1/2	6 1/2	7	6 1/2	6
Foreign American Investment Co					5	5 3/4	6
Foreign and Colonial Government Co	5 1/2	7 1/4	6 1/2	7	7	7	7
Mercantile Investment Co							6 1/2
Municipal Trust	1 1/2	2	2 1/2	3	3 1/2	3 1/2	3 1/2
Railways Debentures Stocks Co	6	6	8	7	7	5	6
Railways Shares Co	5	7	7	6	5	2 1/2	4
Government Stocks	5	5	5	5	5	5	5

D'autre part, l'abondance des capitaux est très grande sur le marché de Londres; le taux de l'intérêt est toujours en baisse, au point qu'en 1889 le trésor Anglais procède à une conversion du 3 % en 2 1/2 %. L'Épargne est donc de plus en plus dans l'obligation de trouver des placements à rendements plus élevés; pour cela il faut que les capitaux aillent s'investir au loin, dans ces pays neufs dont la vitalité s'affirme de jour en jour; mais alors les Investment Trusts, et même les Sociétés qui se parent à tort de ce nom-là, se présentent fort à propos aux capitalistes comme des organes de sécurité pour cette exportation obligatoire des capitaux.

Mais cette grande faveur du public coïncidant avec une période de hausse générale des valeurs en Bourse, masquait des vices d'organisation ou de gestion. La crise Baring, bien qu'entraînant des mécomptes et des pertes, eût cependant le salutaire effet de faire apparaître ces vices.

B. — *Tenue des Investment Trusts durant la Crise Baring*

En Novembre 1890, une des plus importantes banques de Londres, la firme « Baring » était dans une très mauvaise situation, au point que pour éviter un krack par trop retentissant et aussi pour limiter les pertes que cela aurait entraînées pour tout le monde, la Banque d'Angleterre dut, d'accord avec d'autres maisons, venir à son secours et l'aider à se dégager de la position difficile où elle s'était engagée.

La longue période de hausse commençait à faire subir ses effets néfastes. La baisse allait se faire sentir et l'ensemble des titres, après avoir atteint des niveaux de beaucoup supérieurs à leur valeur réelle, allaient maintenant tendre à s'en rapprocher, voire même à tomber nettement en dessous.

Les firmes qui avaient depuis quelques années lancé et garanti les nombreuses valeurs que l'on émettait sur le marché de Londres avaient dû, très souvent, en garder des paquets plus ou moins importants en portefeuille et n'étaient nullement ainsi préparées à supporter une baisse massive. Elles se trouvaient prises au premier signe de faiblesse, entre

des engagements à remplir et un portefeuille difficile à réaliser sans perte.

La maison Baring, par son importance sur la place, a ainsi laissé son nom à cette crise boursière, mais elle ne fut pas la seule à en souffrir.

Tout ce qui touchait à la Bourse en subit le choc, nos Investment Trusts comme les autres affaires financières. Leur actif étant uniquement composé de valeurs mobilières, il est tout naturel que cette crise y ait eu son contrecoup. Tous ne traversèrent pas la période difficile qui s'étend approximativement jusqu'en 1894 au prix des mêmes sacrifices; ils ne réagirent pas tous avec la même vigueur et aucun n'est sorti absolument indemne de cette baisse générale des valeurs sur une des premières Bourses du monde.

Selon une étude de l'Economist, en 1893, sur 30 Investment Trusts des plus importants, la baisse subie par leurs propres titres, calculée d'après les côtes à la fin de la crise, représentait le 1/3 environ de la valeur d'émission; le choc a donc été d'importance. Ceux que la débâcle n'a pas balayés, ont avec le temps regagné le terrain perdu, et cela grâce aux enseignements que cette débâcle leur a vendus si cher.

Voici quels ont été les vices d'organisation que la période 1890-1894 a fait découvrir et les pratiques qui se sont avérées dangereuses.

1° — La répartition du portefeuille en divers placements paraît ne pas avoir été poussée aussi loin qu'il aurait été possible de le faire. Remarquons en passant que la surveillance d'un portefeuille où figurent des valeurs très nombreuses et très variées est une charge lourde financièrement et surtout pratiquement parlant. Elle nécessite un personnel entraîné, spécialisé et une documentation très abondante. Dans tous les cas, il paraît indispensable que le fractionnement du capital entraîne véritablement une diversification des risques, c'est-à-dire qu'il doit éviter une spécialisation trop marquée soit quant à la répartition géographique, soit quant à la répartition industrielle des placements.

C'est sur ce dernier point surtout que des critiques très justes ont été adressées aux Investment Trusts pour la pé-

riode qui nous occupe. Beaucoup s'étaient laissé entraîner à s'intéresser trop exclusivement à certaines catégories de valeurs.

Il y a entre ces deux termes: fractionnement et diversification des placements, une nuance importante. Le premier indique à notre avis, plutôt un état d'émiettement matériel, dû au hasard des circonstances, dans la composition du portefeuille; tandis que le second signifie aménagement rationnel, ou scientifique de ce même portefeuille.

2° — Nous arrivons ainsi à un autre reproche, mérité par les Investment Trusts d'alors. Diversification, venons-nous de dire, signifie aménagement scientifique du portefeuille et s'oppose ainsi par les conséquences qu'elle entraîne pour l'Investment Trusts, à la spéculation; et si beaucoup d'Investment Trusts, en 1890 ressentirent si violemment la crise boursière, c'est bien parce que leurs dirigeants, au cours des années précédentes, au lieu d'envisager tout achat de titres du seul point de vue du placement à long terme du capital, s'étaient trop souvent laissés déterminer par le côté spéculatif de l'opération.

Pratiquement donc, pour qu'un titre soit admis à entrer dans le portefeuille de l'Investment Trust, il ne suffit pas qu'il y vienne pour remplir un compartiment où son origine industrielle, géographique ou autre, relativement à l'ensemble du portefeuille, le rend désirable; il faut de plus que son prix d'achat ne soit déterminé que par sa valeur intrinsèque. Avant 1890, trop de Comités de Direction, dans nos Sociétés anglaises, ont négligé ce principe et lorsqu'ils donnaient des ordres d'achat d'un titre, c'est qu'ils pensaient déjà à la revente à un prix supérieur, escomptant cette hausse pour des raisons purement boursières. Aussi longtemps que la tendance a été à la hausse, les profits se montraient abondants et la situation à chaque bilan était favorable.

Elle serait peut-être apparue moins sûre, si, à côté de l'évaluation du portefeuille d'après les cours en Bourse, on avait pu faire la somme des valeurs réelles de ces titres. Remarquons, de plus, que presque tous ces Investment Trusts s'étaient constitués récemment, c'est-à-dire avaient eu la

malchance, ou la maladresse, de n'avoir acheté que des titres « gonflés » à un prix trop au-dessus de la valeur réelle que l'on aurait pu leur accorder raisonnablement. C'est ce qui expliquera, une fois la crise passée, la convalescence très longue de certains d'entre eux.

Leur origine récente était, en outre, cause que les réserves étaient encore fort réduites et ne pouvaient être d'un grand secours.

Ce risque de spéculation est certainement le danger le plus grand que l'épargnant court en remettant ses fonds à une Société de Placement. Ces organismes ne supprimeront pas, ils ne peuvent pas supprimer radicalement, pour leurs actionnaires, les hauts et les bas du marché des valeurs, mais ils peuvent, s'ils se gardent de tout esprit de spéculation, en amoindrir les effets, en réduire les « pointes » soit dans un sens, soit dans l'autre.

3^e Cette crise anglaise de 1890-1894 suggéra une troisième règle de prudence. Par crainte de cet esprit de spéculation qui ne doit point entrer dans la politique de l'Investment Trust, l'épargnant doit, avant de se séparer de son argent, s'assurer, autant que faire se peut, des buts véritables de la Société, et faire, si possible, toutes réserves utiles.

A. — Pour le premier point, il est assez mal placé; certainement il ne peut dans bien des cas, que faire « confiance » aux déclarations des hommes auxquels il s'adresse. C'est ce qui, d'ailleurs, explique le mot anglais « Trustee ». Il faut là, comme dans beaucoup d'autres domaines, un élément de confiance analogue à celui que le malade doit avoir dans son médecin. Ces réflexions nous conduisent, pour revenir à l'objet de cette étude, à rapporter ici une distinction courante entre les Investment Trusts écossais et ceux plus proprement anglais, c'est-à-dire londonniens.

A l'heure actuelle, ils suivent sensiblement la même politique et les particularités que l'on peut relever encore entre eux viennent probablement de leur tenue différente au cours de la période 1890-1894.

Les Investment Trusts écossais ont à ce moment-là certainement mérité, beaucoup plus que ceux de Londres, la confiance

du capitaliste dont ils détenaient les fonds. La cause en était, peut-être, dans ceci : les Compagnies de Londres avaient toutes dans leur Conseil des banquiers, ou financiers de métier, qui dans l'exercice de la fonction, nouvelle pour eux, de gérants de Société de Placement, ne pouvaient sans doute se défaire tout à fait de leur déformation professionnelle. Alors qu'ils auraient dû tout envisager du point de vue de l'épargnant, du rentier, ils continuaient, dans la politique de gestion qu'ils appliquaient, à se placer à leur point de vue de banquier, sans mauvaise foi d'ailleurs, car si, ainsi que l'on a pu le constater parfois, certains Conseils de gestion ont commis des actes nettement irréguliers et malhonnêtes, ils sont demeurés assez rares.

Cette mentalité qui caractérisait les conseils londonniens les poussait à rechercher beaucoup plus la réalisation de différences, de bénéfices propres au spéculateur ou à la banque d'affaires, que le placement, éventuellement à long terme, des fonds dont ils disposaient.

Ils s'intéressaient donc beaucoup trop aux émissions nouvelles, ce qui est le métier des syndicats de garantie ou des « finance Companies », oubliant que l'Investment Trust est et doit rester dans son rôle d'acheteur, de consommateur, et ne doit pas être, pour répondre aux vœux des actionnaires, une maison de la place, un intermédiaire. Les actionnaires ne doivent attendre de dividendes, que des dividendes et revenus du portefeuille social, et non des salaires (commissions touchées lors d'une émission) pour services que la Société peut encaisser ou des différences entre les prix d'achat et de vente, qui sont des gains de jeu.

Après cette violente crise, les Investment Trusts londonniens, ayant compris et mesuré leur erreur passée, ont complètement changé de tactique. Ils vont dès lors avoir leur vie propre bien indépendante; tout lien, toute attache avec les maisons de banque et de finance sont coupés. Par une évolution rapide et nette du sentiment de leur fonction économique ils ont franchement et uniquement appliqué la politique de gestion prudente et « conservatrice » que leurs frères écossais avaient eu dès le début, non pas par simple intuition, mais

probablement à cause du recrutement différent de leur Conseil de Direction. Les dirigeants écossais ne venaient point d'un milieu financier ou bancaire; ils sortaient d'une classe d'hommes d'affaires « trustees », spécialisés déjà dans la gestion de ces importantes fortunes qui, toutes proportions gardées, étaient des Investment Trusts privés. Pour eux, comme pour l'épargnant de nos jours, le mot : spéculation, et la chose, avaient fort peu d'attraits et ils la redoutaient plus qu'ils ne la désiraient. En tout cas, ils la considéraient d'un œil plus calme et songeaient sans cesse à ce qui s'ensuivrait.

Cela n'empêche point, d'ailleurs, la crise Baring de laisser de ce côté aussi des traces de dommages, mais elles étaient moins profondes et furent donc plus facilement effacées ; de là, sans doute, leur solidité plus grande de nos jours.

B. — Nous avons dit plus haut que de cette débacle le capitaliste anglais avait tiré un enseignement pour éloigner de la gestion du portefeuille, qui allait devenir sien pour partie, tout esprit de spéculation. Pour ce faire, il n'avait qu'un moyen d'action à sa disposition : établir des barrières, des obstacles statutaires à l'intrusion de cet esprit dangereux. Mais comme une simple déclaration n'est pas suffisante, on recherche ce qui, dans les Investment Trusts, avait pu, avant 1890, favoriser cette tendance coûteuse en fin de compte.

Cet examen de conscience, si l'on peut dire, montra qu'à l'avenir il faudrait surtout éviter une chose : créer deux classes d'intérêts opposés dans le partage des bénéfices, d'une part les actionnaires ordinaires (nous laissons de côté les obligataires, ceux qui ont droit à un revenu fixe de leur mise) et, d'autre part, les fondateurs, en général, devenus les administrateurs de la Société. Ces derniers, comme porteurs de parts, avaient en général droit au partage, suivant certaines modalités, des bénéfices restant après une première distribution aux actionnaires de 5 % ou 6 % par exemple. Il fallait donc, dans l'intérêt des porteurs de parts, qu'il y ait des bénéfices très importants. Comme durant cette période, en raison de la hausse générale des valeurs, le taux de l'intérêt de l'argent n'était pas élevé, il n'y avait qu'un moyen, celui d'encaisser des différences importantes sur le principal, en ayant

soin de les porter ensuite au poste « bénéfiques » déjà alimenté, maigrement il est vrai, par les revenus ordinaires (coupons) du portefeuille. Cette dualité d'intérêts a certainement entraîné de gros déboires, à la suite d'abus dont les statuts portaient, en quelque sorte, le germe.

Une fois la cause du mal reconnue, on y remédia tout de suite en supprimant les parts de fondateurs; si bien qu'à l'heure actuelle, il n'y a plus que 9 sociétés en possédant, parmi tous les Investment Trusts existant en Grande-Bretagne.

Depuis, on distingue les revenus ordinaires du portefeuille des profits et bénéfices dus à des réalisations heureuses de titres. Les premiers seuls, ainsi que nous le verrons, vont aux actionnaires, tandis que les seconds vont aux fonds de réserve.

C. — *De 1894 à la Grande Guerre*

En 1894, les Investment Trusts qui subsistent, et c'est la majorité, ont donc sans doute, de lourdes pertes à réparer; mais, d'autre part, on peut dire qu'ils ont atteint « l'âge mûr »; ils sont maintenant riches d'une science qu'à leurs débuts ils ignoraient et qu'ils ont véritablement acquise : c'est la science même du placement à long terme des capitaux en valeurs mobilières.

Dans les vingt années qui suivent ils vont d'abord réparer leurs dommages, résultat de leurs erreurs passées et ensuite exercer normalement leur activité; ils apparaîtront petit à petit comme une institution bien définie, ayant sa propre fonction économique à remplir dans la vie du pays.

Le public, après cette crise, se détourne quelque peu des Investment Trusts, les pertes subies avaient calmé la grande faveur des années précédentes. Aussi enregistre-t-on moins de créations de ces Sociétés; mais, par contre, celles qui voient le jour naissent-elles dans les meilleures conditions voulues, fortes de l'expérience de leurs aînées.

Les circonstances sont d'ailleurs favorables à des opérations de premier ordre. La très forte baisse qui a entraîné des pertes si importantes a, en contre-partie, un effet salubre. La valeur boursière des titres en général, s'est, grâce à elle, adap-

tée à la valeur intrinsèque et même pour certains, plus particulièrement peut-être pour ceux qu'une spéculation plus vive avait le « plus gonflé », la valeur d'achat reste pendant bien quelque temps inférieure à cette valeur intrinsèque. Pour qui sait les chercher et les reconnaître et les mettre en portefeuille, il y a là des occasions d'investissement de premier ordre. De plus, après comme avant la crise Baring, le taux de l'intérêt de l'argent reste peu élevé à Londres, et en donnant des garanties sérieuses, on peut emprunter, à la fin du XIX^e siècle, en perpétuel à 3 %.

Aussi la dette obligataire de beaucoup de nos Sociétés de placement devient importante. Ils empruntent à Londres et prêtent à l'étranger à un taux supérieur. Ce sont là certainement les deux principaux facteurs d'origine externe, si l'on peut dire, du rétablissement, et du succès par la suite, de ces sociétés, le facteur d'origine interne étant la précieuse technique du placement maintenant au point, qu'après 1894 ils appliquent strictement.

Ces vingt années de gestion conservatrice, caractérisée par le « divorce » complet entre les comités de direction des Investment Trusts et les milieux bancaires, ont fait de ces sociétés des organismes importants dans l'agencement du marché de Londres et leur place prépondérante tient à la masse de capitaux qu'ils représentent, mais aussi à la véritable fonction qu'ils assument de plus en plus dans la vie financière du pays.

Du point de vue de l'intérêt des épargnants ils permettent à leur clientèle d'atteindre de plus en plus certainement les deux buts que tout capitaliste poursuit.

En premier lieu, la sécurité du principal est assurée davantage, à chaque exercice, par la formation de réserves très importantes, alimentées annuellement de tous les profits sur réalisations de titres, en même temps que par un prélèvement opéré sur la masse des revenus ordinaires. L'Investment Trust, dans ce cas-là, donne lui-même l'exemple de l'épargne à la clientèle d'épargnants qui est la sienne.

A ce sujet, on peut remarquer que le revenu retiré par l'actionnaire d'une telle société de placement peut aller entière-

ment aux dépenses de consommation de ce capitaliste. Ce dernier, en effet, ne reçoit que le revenu vraiment net de mise initiale, l'Investment Trust ayant retenu, théoriquement et pratiquement, avant la distribution de ce revenu, les différentes « primes » nécessaires à sa conservation dans l'avenir et même, parfois, à son accroissement.

Le second avantage que ces sociétés se sont montrées à même de procurer consiste dans la régularité des dividendes distribués. Cette stabilité du revenu est d'un grand intérêt pour le chef de famille qui peut ainsi établir son budget en comptant sur des recettes régulières. Et lorsque, à cette stabilité vient s'ajouter, sur une longue période, une tendance persistante et fondée à l'augmentation de ces dividendes, on comprend la faveur que les actions des Investment Trusts ont connu et connaissent encore.

L'égale faveur des obligations et actions de préférence émises par les Investment Trusts s'explique autrement. Par l'importance grandissante des réserves accumulées, ils se sont montrés des débiteurs d'une solvabilité croissante. Le gage qui garantit les obligations et les actions de préférence (qui se rapprochent beaucoup des obligations), étant constamment enrichi par l'apport des sommes prélevées chaque année sur la masse des bénéfices de l'exploitation, fait de ces titres à revenu fixe des valeurs de premier ordre quant à la sécurité.

Du point de vue beaucoup plus large de l'intérêt général, on se plaît à reconnaître l'action bienfaisante, pour le Pays lui-même, que ces institutions ont eue. Par leur intermédiaire, l'épargne anglaise est allée aux meilleures entreprises du monde entier et plus particulièrement aux entreprises nationales travaillant à l'étranger. Elles ont été un facteur d'expansion économique. C'est en grande partie sans doute, par ce canal des Investment Trusts, que les actuels Dominions ont été mis en valeur et que leurs ressources naturelles ont été exploitées. Leur activité s'est aussi beaucoup exercée en Amérique du Nord et en Amérique du Sud; et en 1914 les Investment Trusts britanniques avaient dans leurs portefeuilles de gros paquets d'actions et d'obligations de ces pays.

D. — *Les Investment Trusts pendant la Grande Guerre*

C'est au cours de la mobilisation générale, mobilisation économique entre autres, que la Grande Guerre a entraînée que, d'une part, se sont montrées et affirmées la vigueur et la solidité des Investment Trusts et d'autre part que l'on a pu constater et mesurer quelle précieuse ressource nationale ils constituaient. Ils ont en effet « fait leur devoir » tel que ce conflit universel l'exigeait puisqu'ils ont fait passer l'intérêt du Pays avant le leur propre.

Leur participation à l'effort général que la guerre réclamait de chacune des forces vives du pays s'est manifestée de deux façons :

A. — Ils ont largement souscrit aux emprunts de guerre de toutes leurs disponibilités. En cela, ils violaient résolument une des règles de cette technique qu'ils s'étaient appliqués à suivre depuis 1894, celle de la diversification des placements et ils risquaient donc, sciemment, de compromettre la solidité de leurs établissements et de connaître des heures aussi graves, de leur point de vue purement personnel, que celles de 1890-1894.

B. — Non seulement ils ont consacré toutes leurs disponibilités aux emprunts émis par le Gouvernement, mais encore n'ont-ils pas hésité, pour procurer à l'Etat des moyens de paiements à l'extérieur, à engager leurs valeurs étrangères et petit à petit à les céder presque toutes au Trésor contre des titres de rentes.

Il fallait, en effet, payer les fournitures que les Etats neutres envoyaient en abondance, et les moyens de paiement ne pouvaient être que de l'or ou des valeurs étrangères qui étaient par la suite rapatriées dans leur pays d'origine et négociées. Au point de vue comptable seulement, il est certain que cette cession de valeurs étrangères faisaient apparaître à chaque bilan des différences importantes à l'avantage des Investment Trusts, mais les valeurs de remplacement qui étaient acquises ou échangées, à savoir les Titres d'Emprunts, n'étaient pas de même classe. Toute question de diversification mise de côté,

il est incontestable que si les Investment Trusts avaient conservé jalousement leur portefeuille d'avant-guerre, leur situation aurait été autrement florissante après l'armistice. Le peu de valeurs étrangères qu'ils ont pu conserver durant cette période, parce qu'en général elles ne venaient point de pays faisant des fournitures de guerre, a bien montré l'importance qu'elles ont prises durant les années qui ont suivi la Paix, l'immense bénéfice que les Investment Trusts auraient retiré en poursuivant leur politique de gestion de temps de paix.

Cette attitude loyale pendant les hostilités a eu pour conséquence d'écarter définitivement un reproche que longtemps on avait fait à ces organismes. Certains milieux industriels anglais, animés d'un nationalisme à courte vue, se plaignaient fréquemment de ce que les Investment Trusts drainant hors des frontières des capitaux importants, les industries nationales ne pouvaient obtenir des fonds et des crédits que plus difficilement et à des taux plus élevés, et étaient ainsi mises en état d'infériorité dans la lutte contre la concurrence étrangère. A ce reproche, mal fondé puisque le taux de l'argent à Londres a toujours été peu élevé, on a pu opposer après la guerre l'importance du service rendu à la Nation qui a trouvé dans ces valeurs étrangères, patiemment accumulées, un puissant moyen de financement de la lutte contre l'Allemagne.

La Guerre a donc laissé les Investment Trusts dans une situation beaucoup plus solide que la crise Baring, vingt-cinq ans auparavant, mais il leur faudra faire un gros effort pour liquider leur portefeuille de guerre et en reconstituer un, suivant les principes de diversification qui ne sont plus discutés.

E. — *La période d'Après-Guerre*

L'effort que firent les dirigeants des Investment Trusts pour revenir à de saines pratiques de gestion fût peut-être facilité par les circonstances qui ont marqué ces dix dernières années.

Durant cette période caractérisée par de fréquentes crises de spéculation, il y eut, pour les Investment Trusts anglais de nombreuses occasions de se procurer à chaque liquidation des titres de premier ordre. La prospérité et la solidité actuelles

de ces établissements est certainement due à la vigilance des conseils chargés de la gestion ainsi qu'au sang-froid qu'ils ont gardé dans les moments de fièvre spéculative aigüe. Nous verrons qu'en Amérique, malgré la clairvoyance de quelques-uns, les organisateurs et directeurs d'Investment Trusts, pendant la période correspondante, ont trop souvent cédé à l'attrait de la spéculation.

En Angleterre toutes les anciennes sociétés de placements et presque toutes celles d'Après-Guerre s'attachent à une gestion des plus conservatrices; aussi méritent-elles de plus en plus la confiance du public. Les émissions d'Investment Trusts connaissent un grand succès; ce sont en général des émissions d'actions d'Investment Trusts en voie de création. Leur fréquence et leur nombre tient à un plan d'extension que suivent les anciennes Compagnies, ou plutôt leur comités de direction. Ces derniers, au lieu de procéder à des augmentations de capital préfèrent, dès que le portefeuille géré dépasse une certaine importance, créer de nouvelles Compagnies, douées d'une vie juridique propre, mais dont la gestion leur est réservée. Le même esprit anime ainsi tout un groupe d'Investment Trusts qui diffèrent par leur capital, par l'importance de leurs réserves et l'inégalité de leurs dividendes, mais qui, par contre, présentent au public les mêmes principes de gestion, que les mêmes personnes sont chargées de mettre en pratique.

Voici un tableau indiquant le volume des émissions (obligations, actions de préférence et actions ordinaires) d'Investment Trusts sur la place de Londres, pour quelques années d'après-guerre.

1923	1924	1925	1926	1927	1928
4630	8314	10799	15310	14949	31450

(exprimées en milliers de livres).

A ces chiffres, pour avoir le montant global exact des capitaux drainés par ces organismes, il faudrait pouvoir ajouter le montant des augmentations de capital et celui des émissions sur les autres places anglaises, mais rien, à notre connaissance, n'a encore été publié à ce sujet.

A l'heure actuelle, les Investment Trusts occupent une place prépondérante dans l'organisation financière du pays; au début de 1929 on évaluait le capital de souscription engagé dans l'ensemble de ces Compagnies à 200 millions de livres et leur actif global à une valeur boursière supérieure à 500 millions de livres.

L'expérience anglaise et ses enseignements

Les résultats obtenus par les Investment Trusts britanniques présentent un intérêt tout particulier pour qui étudie le placement de l'Épargne. La formule anglaise, telle qu'on peut la dégager des différents types existant, a acquis par l'épreuve des crises qu'ils ont eu à traverser, un degré élevé d'utilité pratique; il importe d'en dégager les caractéristiques fondamentales, celles qui ont permis d'assurer leur prospérité pour le grand avantage des épargnants qui leur ont fait confiance. Cette confiance se manifeste par la difficulté actuelle à se procurer, sur le marché, des actions de ces sociétés.

Voici, pour quelques-unes, des chiffres montrant les résultats obtenus par leurs porteurs. Nous supposons pour chacune d'elle, un achat de 1.000 livres fait en 1913. Dans la première colonne se trouve indiquée la valeur en 1929 de cet achat ; dans les deux autres, les taux des dividendes de tels placements.

	Valeur en livres en 1929	Taux des dividendes en 1914	Taux des dividendes en 1929
Army and Navy Investment Trust	1905	8 1/2	15
British Investment Trust	1704	14	21
General Invest. and Trustees	3535	5	16
Guardian Investment Trust	2042	5 1/2	11
Investment Trust Corporation	1982	12 1/4	20
Mercantil Invest. and Général Trust	2520	6	15
Metropolitan Trust	1609	12	19
U. S. Debenture Corporation	2036	10	15

Avec des dividendes pareils, il est aisé d'imaginer la fidélité des anciens porteurs de ces valeurs.

Nous allons maintenant examiner les principes d'organisation et de gestion des Investment Trusts auxquels l'expérience anglaise donne force de commandement sous peine de désillusion et d'échecs certains en matière de société de placement à long terme, si on ne s'y soumet pas.

A. — *Les Conseils de Direction*

Les portefeuilles des Investment Trusts sont gérés par des comités ou conseils de direction ayant dans leur sein, à l'heure actuelle, les meilleurs spécialistes du placement à long terme en valeurs mobilières. Le développement des Investment Trusts paraît avoir suscité l'apparition en Grande-Bretagne d'une certaine classe de financiers, dont la mission dans la lutte quotidienne qui anime le marché des capitaux est de défendre l'intérêt du capitaliste auquel les choses de la finance sont étrangères. Ces techniciens s'appliquent à résoudre tous les problèmes de l'investissement des capitaux en se plaçant au seul point de vue de l'épargnant, qui à l'heure actuelle ne peut plus pratiquer la thésaurisation pure et simple et se trouve dans l'obligation de trouver un emploi productif à son argent. La gestion du portefeuille est ainsi assurée par des personnes dont la culture spéciale ou les fonctions antérieures assurent la formation et qui possèdent une véritable technique en cette matière : savoir quelle est la valeur exacte, réelle, de telle ou telle action est une connaissance qui ne peut être le fait d'un simple employé de banque; il faut en quelque sorte découvrir le coefficient de spéculation applicable à une côte donnée, pour ne point en assumer le risque. Cela pour des problèmes d'ordre général, très complexe (finance, spéculation, production, commerce, industrie, relations internationales). Mais le succès des Investment Trusts Anglais n'est pas dû seulement à ces « capacités » auxquels leur sort est lié; il y a autre chose, que surtout la comparaison avec les méthodes américaines en pareille matière fait ressortir, c'est l'indépendance morale dont

ces personnalités dirigeantes, techniquement aussi capables que celles que l'on pourrait trouver sous d'autres climats, font preuve à l'égard des autres Compagnies et organismes financiers faisant commerce de valeurs mobilières.

Pour dépeindre cet état d'esprit on a pu employer l'expression très juste d'un « divorce complet » entre les dirigeants des Investment Trusts anglais et les milieux bancaires ou, plus généralement, financiers. Ce qui n'empêche pas d'ailleurs ces sociétés de placement de participer à des émissions ou souscriptions mais alors elles s'y engagent de sang-froid si l'on peut dire et, en tout cas, jamais dans le but caché d'alléger la position trop alourdie de telle ou telle firme financière que les personnes de leurs administrateurs rendent dignes d'intérêt. Aujourd'hui, grâce à ces conseils de direction consciencieux, on ne voit plus de sociétés de placement créées avec l'intention de procéder au sauvetage de spéculateurs malheureux. C'est certainement le grand mérite de ces administrateurs d'observer rigoureusement cette politique. Ils sont, et savent rester, avec les capitalistes, les épargnants, leurs actionnaires confiants, du même côté de la barricade. De leur séjour dans le camp inverse, ils n'ont voulu rapporter que les moyens de mieux défendre les intérêts de ceux dont ils sont les « Trustees ». Se garder de toute inspiration étrangère est donc, pour le succès de ce genre d'entreprise, un principe fondamental, sans lequel toute méthode de gestion ne pourrait apporter que des déboires.

B. — *La Publicité du Portefeuille*

Au fur et à mesure que s'est développé, dans les groupes dirigeants, cette sorte de sentiment du devoir professionnel, le public a été de plus en plus confiant, et tandis que, après la crise Baring, toute une campagne de presse réclamait la publication régulière des valeurs en portefeuille, au contraire à l'heure actuelle, une telle mesure apparaîtrait inopportune. Elle ne saurait en effet constituer un moyen préventif d'éviter un désastre; tout au plus permet-elle d'en suivre, après coup, la marche dans ses diverses phases.

De plus, un argument en faveur de la non-publicité peut-être tiré du prix de revient, des informations financières qui conduisent à l'achat de telle ou telle valeur. Rendre publiques les diverses opérations de la gestion serait une aussi mauvaise opération que celle qui consisterait, pour un industriel, à ne pas défendre ses brevets de fabrication. Les renseignements obtenus par les services d'études ont une valeur supérieure, même, à leur prix de revient. C'est une valeur d'utilité pratique. Le secret et la célérité qu'exigent le succès des opérations financières s'accommodent mal de leur divulgation quand elles sont en cours, c'est-à-dire au moment où les actionnaires pourraient encore agir; car la publicité du portefeuille, une fois les opérations faites, n'a plus qu'une valeur instructive pour celui qui vient à une assemblée générale et qui se trouve devant un fait accompli.

C. — *La structure du Capital Social*

En étudiant maintenant le fonctionnement des Investment Trusts, il faut tout d'abord fixer notre attention sur la composition, la structure du capital engagé, c'est-à-dire sur les proportions actuellement jugées les meilleures à maintenir entre le capital actions ordinaires, le capital actions de préférence et le capital obligations. Pour assurer la bonne marche d'une société de placement, il est en effet apparu peu à peu que ces trois masses constitutives du fonds social doivent être en un certain état d'équilibre. Constatons d'abord que les capitalistes intéressés dans ces sociétés, sont, à l'heure actuelle, toujours porteurs de l'un de ces trois types de titres. D'une façon générale, les parts de fondateurs ont été abolies; les actions ordinaires sont toutes de la même classe; les actions de préférence sont d'une même espèce; pour les obligations, aucun gage spécial n'est affecté à un emprunt déterminé. Les résultats d'exploitation d'un portefeuille sont donc répartis entre trois groupes :

Une première part du revenu, d'un montant fixe, est tout d'abord prélevée pour faire pace à la dette obligataire; une seconde part est affectée aux dividendes préférentiels,

très voisins d'une dette obligataire par leur nature et leur régularité; le surplus va aux porteurs d'actions ordinaires qui peuvent être considérés comme les véritables « entrepreneurs », la rémunération du capital qu'ils représentent étant intimement liée à la marche de l'affaire.

Au cas de liquidation du capital, il faut d'abord désintéresser les obligataires; le surplus, s'il y en a, est à partager entre les porteurs d'actions ordinaires et de préférence, réunis en une seule masse.

Lors de la création des premiers Investment Trusts, leurs dirigeants et, par la suite leurs conseils de direction, choisirent entre ces trois sources d'argent frais selon les conditions du marché lors de l'émission plutôt que d'après un plan d'aménagement du capital social; ils envisagèrent avant tout la facilité de couverture de chaque émission. Ce n'est que petit à petit, en étudiant de plus près les conditions optimales de rendement du fonds social, que l'on fût amené à reconnaître la nécessité d'observer un certain contingentement proportionnel de ces diverses sources de capital. Voici l'extrait d'un article de revue, non signé, consacré aux Investment Trusts, et publié au cours de 1929.

« L'expérience seule, prolongée pendant de nombreuses années, a montré aux financiers britanniques les conditions qui assurent les meilleurs résultats avec le maximum de sécurité.

Voici, à titre d'indication, la structure du capital employé au 1er janvier 1928 dans les trente Investment Trusts anglais et les vingt quatre écossais les plus représentatifs de ce genre d'affaires :

Capital engagé sous forme de	Investment Trusts Anglais (en livres)	o/o	Investment Trusts Ecosais (en livres)	o/o
Obligations	31 121 894	44	22 506 671	49
Actions de préférence	20 138 075	28	14 102 034	31
Actions ordinaires	19 163 184	28	9 041 356	20
		100		100

La « ratio de capitalisation » pour les sociétés anglaises est d'environ 2 obligations — pour 1 action de préférence — et 1 action ordinaire. On sait que dans les pays anglosaxons, les actions de préférence ont un dividende minimum garanti, cumulatif ou non, et généralement un nombre de voix réduit dans les assemblées. Pour les Investment Trusts écossais, la « ratio de capitalisation » est de 3 obligations — pour 2 actions de préférence et 1 action ordinaire. Les résultats pris pour les Investment Trusts écossais ont été uniformément meilleurs que pour les Investment Trusts anglais, et il semble donc que la structure du capital : 3 obligations — 2 actions de préférence — 1 action ordinaire, est la cause de cette supériorité. »

Voici le commentaire que l'on en trouve au cours du même article.

« Si l'on pousse plus loin l'explication de la formule (3 obligations — 2 actions de préférence — 1 action ordinaire), chaque obligation a derrière elle, en dehors de sa valeur propre au pair une sorte de couverture constituée par 160 d. d'action de préférence et 80 d. d'action ordinaire formant une nouvelle valeur de 1 livre. Chaque livre d'action de préférence a derrière elle 120 d. d'action ordinaire. C'est en cela que consiste la sécurité, car il faut que la valeur de soutien soit détruite avant que la valeur du capital obligations et actions de préférence soit entamée. En Amérique, la situation est inverse et la plupart des Investment Trusts ont une ratio de capitalisation de : 10 obligations — 2 actions de préférence — 1/8 d'action ordinaire —; ce qui entraîne une insuffisance de couverture pour le obligations par rapport aux deux autres catégories de capitalistes engagés, et de même pour les porteurs d'actions de préférence par rapport aux actions ordinaires. De là le danger de la formule d'organisation de leur capital employée par les Investment Trusts américains.

Au point de vue du rendement et de la rétribution du capital engagé, la formule anglaise est également supérieure parce qu'elle facilite la rétribution sous forme d'intérêts d'obligations ou de dividendes privilégiés.

Plus important, en effet, se trouve le capital de soutien plus grande est la marge pour prélever les charges de priorité.

Si l'on considère, en effet, un capital de 200 livres formé de 100 livres d'obligations à 4 0/0; 66 livres d'actions de préférence à 5 0/0 et 33 livres d'actions ordinaires, il faut produire par an 7,30 livres pour couvrir les intérêts d'obligations et les dividendes privilégiés. Or 7,30 pour un capital de 200 représente une charge de 3,65 0/0. Si le capital d'actions ordinaires de soutien est plus réduit, il est évident que le taux des profits affectés au capital privilégié (obligations et actions de préférence) doit être plus élevé ».

D. — *Le placement du capital par l'achat de valeurs mobilières selon certains modes de répartition.*

C'est le but même de ces sociétés. Les titres qu'elles émettent ne sont, en fait, que des titres de substitution, les capitaux réunis devant être convertis en valeurs mobilières.

L'ordre d'achat d'un titre, ou d'un paquet de titres en Bourse, n'est donné, par un Investment Trusts à l'heure actuelle si plusieurs conditions sont remplies. Pour qu'une valeur soit « élue », il faut qu'elle ait subi l'épreuve de divers examens au sein des services d'études. Deux sortes de considérations motivent, simultanément, tout ordre d'achat.

1. — Le titre recherché a d'abord été l'objet d'une étude particulière, approfondie. C'est la recherche de sa valeur intrinsèque, souvent fort différente de sa valeur boursière. Toutes sortes de renseignements, d'informations sont réunis sur la fiche de chaque titre, qui a ainsi son « curriculum vitae ». Là-dessus s'exerce continuellement la surveillance des services d'études, bien avant que l'achat soit effectué, et, à plus forte raison, après que l'acquisition en a été faite. C'est à cette puissance d'information qu'un simple capitaliste ne saurait prétendre, à la fois à cause de la quantité de travail matériel que de telles fiches représentent et ensuite en raison de la qualité de ce travail nécessitant une formation particulière du personnel l'exécutant.

L'Investment Trusts n'achète en principe que les titres de premier ordre ou qui lui apparaissent tels après une étude critique sérieuse. De plus l'ordre d'achat n'est pas donné sur n'importe quelle place, sans profiter d'un arbitrage intéressant. Il faut faire l'acquisition au meilleur prix. Le problème que les services d'études d'un Investment Trusts sont chargés de résoudre est de nos jours le suivant : quel est pour un titre donné, la valeur réelle, c'est-à-dire la valeur de ce qu'il y a derrière lui (marchandises, usines, gisements, brevets, bateaux, clientèle, etc...)

Si la côte boursière est inférieure à cette valeur réelle, le titre est digne d'être acheté, sinon, il faut non seulement ne pas l'acheter, mais encore le vendre si on en détient.

2. — Mais tous les titres dont l'acquisition paraît désirable sous les conditions indiquées au paragraphe précédent ne seront point pour cela achetés jusqu'à épuisement des ressources de l'Investment Trusts. Le trait caractéristique des portefeuilles de ces sociétés est en effet la diversité des titres qui y figurent. Cette diversité est la conséquence de la très large distribution des placements pratiquée constamment de nos jours Outre-Manche. Le maximum de distribution paraît être atteint par un portefeuille contenant 944 valeurs, et il semble qu'il n'y ait pas d'Investment Trusts possédant moins de 150 titres différents. Cette large diversification des investissements entre tant de sociétés, d'industries et de nations entraîne une répartition correspondante des risques inhérents à tous ces placements et par suite une notable diminution de ces risques, ainsi que l'expérience anglaise l'a prouvé. Ce fractionnement étudié du capital social permet en somme de ne lui faire courir que le risque minimum qui peut affecter l'ensemble des meilleures valeurs du monde entier.

La division des risques est, tout comme la sélection des valeurs un principe dont l'application stricte et rationnelle peut assurer le succès des sociétés de placement. Pour la réaliser il faut observer simultanément et conjointement différents modes de répartition des investissements. On en distingue en général quatre, que voici :

a) *Répartition par types de valeurs.* — Les valeurs mobilières se divisent en valeurs à revenu fixe et valeurs à revenu variable.

En Angleterre, comme chez nous, ce sont les premières que l'on a toujours considérées comme présentant la plus grande sécurité. Cela fut toujours aussi l'avis des dirigeants d'Investment Trusts anglais, puisque dans leurs rapports annuels, on constate la grande part réservée à ce genre de valeurs.

Les 2/3 des placements (si l'on peut donner des chiffres approximatifs) consistent en obligations, bons, ou actions de préférence, le 1/3 seulement étant réservé aux actions ordinaires. Ces proportions varient naturellement, d'une compagnie à l'autre, non seulement d'après l'esprit qui anime les Conseils d'administration mais aussi selon la structure propre du capital social. Il est naturel que si un Investment Trust a une forte dette obligataire, on trouve dans son portefeuille un lot important de valeurs à revenus fixes, car il est de la plus élémentaire prévoyance d'adapter un volume régulier de recettes annuelles à un chiffre, connu d'avance, de dettes annuelles.

A l'heure actuelle, ainsi que nous le verrons au sujet des Investment Trusts américains, les obligations, bons ou autres types de valeurs à revenus fixes sont, par certains, assez décriés ; on a voulu démontrer qu'en réalité les véritables valeurs à revenu fixe étaient les actions ordinaires. Disons simplement pour le moment que ce mouvement est encore trop récent pour avoir provoqué des changements importants dans les portefeuilles des Investment Trusts anglais qui certainement ne sont pas sans s'intéresser à la question.

Toutefois c'est bien l'application de la formule-type (2/3 obligations — 1/3 actions) qui fut observée en Grande-Bretagne depuis la prospérité de ces sociétés ; « elle aurait pu être plus grande », répondent les tenants de la nouvelle théorie, en parlant de cette prospérité.

b) *Répartition par industries.* — L'utilité d'une répartition des investissements entre différentes industries n'est plus discutée ; mais ce n'est que petit à petit que les Investment

Trusts anglais ont cherché à appliquer intégralement ce principe de sagesse. On doit remarquer d'ailleurs qu'il existe encore quelques portefeuilles assez nettement spécialisés du point de vue industriel. On en cite qui sont lourdement gonflés de valeurs de mines d'or, de pétrole ou de chemins de fer. Cette spécialisation industrielle est alors compensée par une répartition plus poussée du point de vue géographique et international. Il nous faut signaler aussi les intérêts importants que les Investment Trusts anglais ont parfois dans les services publics (tramways, Compagnies de distribution de gaz ou d'électricité). Cette spécialisation industrielle paraît être due, d'après les études ou articles critiques, à la première période des Investment Trusts ; il y aurait là des vestiges d'une ancienne gestion plutôt qu'une tendance de la gestion actuelle.

c) *Répartition par entreprises.* — Mais au sein d'un même groupes industriel, chaque entreprise a sa vie propre, ses alternatives d'essor et de difficultés. Aussi la répartition des placements entre différentes entreprises d'une même industrie est-elle toujours observée par nos sociétés de placement anglaises.

La limitation de la participation à prendre dans une seule affaire n'est pas écrite dans leurs statuts ; c'est simplement une pratique imposée par l'expérience et suivie de plein gré par les comités de Direction. Il n'y a donc rien de semblable aux prescriptions que nous rencontrerons dans quelques statuts d'Investment Trusts américains, et fixant à 5 % au moins le maximum de participation à prendre dans le capital d'une seule affaire. Ce maximum est imposé pour écarter toute velléité de contrôle d'une entreprise par les gérants de l'Investment Trusts. En Angleterre la différenciation entre Holding Company et Investment Trust est un fait accompli. Ces deux types d'activités financières sont, pour le public comme pour les Comités de Direction, trop évolués à l'heure actuelle pour qu'une société puisse prétendre à appartenir à l'un et à l'autre en même temps, ou prétendre réaliser les mêmes fins que les uns en suivant les méthodes des autres.

d) *Répartition géographique et internationale.* — Au début des Investment Trusts la répartition géographique des placements était simplement coloniale ou « impériale ». Les premiers portefeuilles qui ont recherché une division des risques se sont en effet bornés à la tenter dans les limites de l'empire britannique, exception faite pour les Etats-Unis, ce qui était déjà un grand pas en avant. Mais ce mode de répartition des placements entre les possessions britanniques ne différait guère, quant à la nature des risques qu'il pouvait restreindre ou neutraliser, des modes de répartition précédents (par types de valeurs, par industries ou par entreprises). Seuls les risques de nature financière ou économique sur le plan national pouvaient être atteints ; mais subsistaient presque entiers ceux de nature politique : révolutions, guerres, conflits internationaux avec leurs répercussions sur la vie financière et économique du Pays.

Il est vrai que durant toute cette période, la Grande-Bretagne eut une situation mondiale des plus fortes et vécut les années les plus prospères à tous égards, qu'elle ait jamais connues.

Dans ces conditions, les portefeuilles d'Investment Trusts n'ont pas à souffrir de ne pas être prémunis contre des risques d'ordre international, qui ne se réalisent pas. Ce n'est point en effet, pour sauver leurs capitaux de dangers imminents que les comités de gestion recherchèrent des valeurs protégées par d'autres drapeaux que le drapeau national ; ce n'est point non plus, sans doute, pour appliquer un principe de diversification découvert dans le silence d'un bureau d'études ; c'est bien plutôt l'effet des demandes de capitaux, nombreuses et réitérées, émanant de pays neufs où tout était à faire et offrant des perspectives de bénéfices intéressants.

C'est de l'empirisme que relève ce principe de répartition, appliqué par les Investment Trusts anglais avant d'avoir été formulé, et que les circonstances chaotiques de la grande guerre et de l'après-guerre ont simultanément mis à jour et sanctionné par l'expérience concluante qu'elles ont occasionnée. D'un certain point de vue, ce type de répartition est

frappant ; c'est la marque, dans la carrière des sociétés de placement britannique, d'une tendance à une internationalisation de fait que l'on constate dans beaucoup d'entreprises, surtout financières, dès qu'elles atteignent une certaine envergure.

« L'Economist » au cours d'une étude sur les Investment Trusts a publié le tableau suivant montrant le degré de répartition géographique atteint au cours de ces dernières années, par l'ensemble des Investment Trusts.

(en pourcentage du portefeuille)

Pays	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929
Grande Bretagne	34,5	35,3	34,9	34	32,4	34,5	36,7
Empire britannique	10,5	11,3	10,6	11,4	11,6	10,6	10,3
Etats-Unis	17,7	14,1	13,4	12,8	12,8	10,6	9,9
Argentine	12,4	12,2	11,5	11	11,1	10,1	3,3
Amérique du Sud	11,2	12,2	12,2	12,4	10,7	10,7	9,7
Amérique Centrale	5,1	4,8	4,5	3,9	3,5	3,4	3,1
Europe	4,5	5,3	7,9	9,6	13,2	15,9	17,2
Reste du Monde	4,1	4,9	5	4,9	4,7	4,2	4,8

100 %

Ces chiffres que nous reproduisons pour illustrer en quelque sorte ces lignes sur la répartition géographique internationale des Investment Trusts ont été établis et réunis par l'Economist dans un tout autre but ; ils ont été publiés par ce journal pour faire apparaître les tendances actuelles qui orientent les placements de ces sociétés anglaises vers tel pays plutôt que vers tel autre. On pourrait en effet tracer pour chaque pays une courbe indiquant la faveur dont il jouit auprès des comités de gestion et essayer d'en expliquer le sens.

e) *Les bénéfices tirés du portefeuille.* — La gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières telle que la pratiquent les Investment Trusts anglais créa, à ceux-ci, deux sources de recettes.

Encaissement des coupons échus des divers titres et valeurs possédés.

Gains réalisés lors de la vente des titres à des prix supérieurs aux prix d'achat.

Indiquons, sans nous y attarder, et simplement pour mémoire, les salaires que quelques Investment Trusts reçoivent pour divers « services » qu'ils assurent, notamment à titre de « Trustee » de biens privés. Mais ce genre d'activité est de plus en plus rarement rencontré et tend à disparaître.

Ce sont les seules recettes possibles pour une société de placement. Leur régularité, d'année en année, ne peut naturellement pas être assurée ; il y a en effet une certaine proportion de valeurs à revenu variable qui peut affecter, en plus ou en moins, ce qu'il est convenu d'appeler : le revenu normal du portefeuille, c'est-à-dire celui qui est tiré des coupons échus. Quant aux gains réalisés lors de la vente des titres, leur caractère aléatoire est indiscutable ; il y a là un bénéfice à prendre, mais ce bénéfice occasionnel, pour ne pas dire anormal, ne peut être appelé « revenu », mais plutôt « profit », le premier de ces termes indiquant quelque chose de régulier, de périodique, sinon en quantité, du moins dans son principe et le second ayant un sens beaucoup plus vague.

La discrimination entre ces sources de recettes présente tout d'abord de l'intérêt pour qui cherche à se faire une opinion sur la gestion de tel ou tel Investment Trust. Leur importance relative varie d'un portefeuille à l'autre et on peut trouver là un indice de la qualité d'une gestion. Voici, à titre d'exemple, les résultats obtenus par un Investment Trust, et le rendement, en % du capital, de chacune de ces deux sources de recettes.

	Revenu normal tiré des coupons	Profits réalisés lors d'une vente de titres	recettes totales ou bénéfices bruts
1918	7,18 %	1,35 %	8,53 %
1919	8,26	1,10	9,36
1920	7,80	1,35	9,15
1921	8,10	0,20	8,30
1922	7,50	0,15	7,65
1923	7,20	0,63	7,83
1924	7,30	0,02	7,32
1925	7,70	3,24	10,94
1926	7,80	1,13	8,93
1927	8,10	0,78	8,88
Moyennes	7,69 %	0,99 %	8,68 %

L'esprit de spéculation a eu peu de part dans cette gestion et l'indice à lui appliquer pourrait être 0,99/7,69, soit, sensiblement, 1/8. Nous verrons que pour les Investment Trusts américains ce serait l'inverse qui traduirait plus souvent la réalité.

Cette gestion prudente est actuellement celle de la majorité des Investment Trusts britanniques. La considération principale, pour ne pas dire la seule, qui dicte tout ordre d'achat de valeurs est celle du rendement probable; ce n'est qu'en second lieu qu'est envisagée et qu'intervient la possibilité d'un profit à réaliser. C'est ce qui doit constituer la caractéristique de tout placement à long terme, en valeurs mobilières. Il n'en a pas toujours été ainsi, et nous avons vu par exemple qu'au moment de la crise Baring nombre de titres avaient été achetés, dans un esprit de spéculation, à des prix supérieurs à la valeur intrinsèque qu'il aurait été normal de leur attribuer, et cela dans l'attente d'une hausse persistante des cours au Stock Exchange.

Nous savons maintenant quelles sont les recettes des Investment Trusts et qu'il n'y aura de bénéfices possibles que si les frais et les charges sociales leur sont inférieurs.

Par charges sociales il faut entendre le service des différen-

tes dettes obligataires, en même temps que les impôts divers qui frappent ce genre de sociétés.

Les frais sont proprement le coût de toute la partie administrative de la société, depuis les loyers jusqu'aux traitements des directeurs. Le taux de ces frais par rapport aux capitaux gérés est des plus bas. Pour un ensemble d'Investment Trusts anglais, la moyenne s'établit à 0,45 % et pour un groupe d'Investment Trusts écossais elle est de 0,40 %. Cela est extrêmement modique en égard du service rendu. Quel office financier, comme on en voit autour d'une Bourse, se contenterait d'une pareille rémunération à supposer qu'il puisse rendre un service égal ?

Il existe deux modes de rétribution de ces frais d'exploitation. Il y a d'abord la rémunération directe, par l'Investment Trust. La Société paie son loyer, ses frais de bureau, ses employés, en allouant à son haut personnel une participation dans les bénéfices. L'autre mode de rétribution, surprenant à l'abord mais qui donne cependant satisfaction, consiste, pour l'Investment Trust, à traiter moyennant une somme forfaitaire et globale, avec un « office » qui assurera la gestion; cette somme est en général proportionnelle aux capitaux gérés quels que soient les résultats de la gestion. Ce genre de contrat est dû à la pratique que nous avons déjà signalée et qui consiste à créer ce qu'on appelle des « familles d'Investment Trusts »; plutôt que d'augmenter le capital d'une société dont la marche est satisfaisante, on en crée de nouvelles, gérées de la même manière par un office commun et connu qui a su gagner la confiance du public, pour avoir fait ses preuves.

Les bénéfices en fin d'exercice seront constitués par le reliquat des recettes que les charges et les frais réunis n'arrivent pas à épuiser. Ces bénéfices constituent la rémunération du capital actions, ou plutôt la constitueraient si n'intervenait alors la prévoyante politique de réserves que les Investment Trusts suivent scrupuleusement en Grande-Bretagne.

f) *Les réserves.* — C'est à l'accumulation de réserves importantes autant qu'à leur technique du placement que les

Investment Trusts anglais doivent leur prospérité et leur solidité.

C'est cette accumulation qui justifie le retour du public britannique à la confiance en ces organismes. Ce sont des réserves qui ont permis aux Investment Trusts d'émettre des obligations à des taux d'intérêt peu élevés et de se procurer des capitaux à bon compte.

Mais l'imposante masse de réserves qui existe dans chaque compagnie ne sert point seulement à consolider son capital, à augmenter sa substance, sa valeur: elle contribue aussi à accroître les revenus du portefeuille et, partant, les dividendes. Le taux de ces derniers augmente petit à petit; on en a vu s'élever, pour « l'Investment Trust Corporation » par exemple, de 5 1/2 % à 20 % entre 1889 et 1928, et ce n'est là qu'un exemple pris entre autres.

L'utilité des réserves n'est plus contestée aujourd'hui et tous les efforts que les comités de gestion demandent dans ce but sont donnés volontiers par les actionnaires. Voici des chiffres mesurant cet effort, durant quelques années d'après-guerre pour 25 des plus importants Investment Trusts londonniens, et pour 25 des plus importants Investment Trusts Ecossais.

Investment Trusts Londonniens

	Taux des dividendes payés aux actionnaires	Taux des sommes versées aux réserves
1922	9,25 %	8,28 %
1923	10,46	4,40
1924	7,76	3,11
1925	8,46	3,09
1926	8,77	2,79
1927	10,89	3,18
Taux moyens	9,21 %	3,30 %

Investment Trusts Ecossais

	Taux des dividendes payés aux actionnaires	Taux des sommes versées aux réserves
1922	7,27	1,88
1923	8,04	2,84
1924	10,09	4,40
1925	11,25	4,53
1926	11,74	4,89
1927	12,88	4,79
Taux moyens	10,21	3,88

C'est à peu près le quart des bénéfices nets qui est réservé chaque année et réinvesti en valeurs mobilières. Ce mécanisme de réinvestissement a conduit à la constitution de réserves qui atteignent à la fin de cette période, pour les sociétés de Londres, près de 53 % du capital-actions et pour les sociétés écossaises 107 % du même capital.

Ce prélèvement sur des bénéfices qui, en principe, devraient être partagés intégralement et naturellement, au début, été discuté.

Toutefois, une première règle s'est rapidement généralisée.

Elle se base sur la distinction faite plus haut entre le revenu normal et les profits occasionnels d'un portefeuille et fait verser aux Réserves tous les profits réalisés lors de la vente de titres. Il semble raisonnable de ne point considérer comme un revenu ordinaire la plus-value encaissée; la prudence veut qu'elle soit au moins mise de côté pour être utilisée le jour où, au lieu d'une hausse, c'est une baisse qui sera enregistrée à la vente. Il est sage pour ce cas de prévoir une sorte de caisse de secours constituée sur les fonds provenant des profits encaissés après une réalisation heureuse de valeurs.

Mais la nécessité de ne pas distribuer tout le revenu du portefeuille se fit aussi vite sentir. Il est rapidement apparu aux dirigeants des Investment Trusts anglais que ces Compagnies

devaient s'efforcer, étant donné l'état d'esprit de la clientèle qu'elles cherchaient, de servir aux actionnaires des dividendes réguliers d'année en année. Ainsi les actions d'Investment Trusts seraient toutes placées dans les portefeuilles des capitalistes qui tiennent aux valeurs à rendement stable et sur lesquelles la spéculation aurait peu de prise. Ce but a été pleinement atteint; il est très difficile aujourd'hui d'acheter, sur le marché, des titres d'Investment Trusts. Seule a pu permettre cela, la stricte observance d'une politique de réserves prélevées sur le revenu du portefeuille en même temps que les frais généraux de la gestion. Ces réserves produisant elles-mêmes par la suite un revenu, le résultat est que, dans l'avenir les bénéfices nets seront augmentés, les actionnaires auront des dividendes plus importants à se partager et le compte « réserves » se trouvera lui-même pourvu plus abondamment. Si bien que l'on croit trouver, dans la croissance progressive de ces Investment Trusts anglais comme une application de la loi des intérêts composés. Voici pour illustrer ces considérations, l'extrait d'un rapport publié par la direction de l'« Investment Trusts Corporation » et du « Metropolitan Trusts Company ».

« En dépit des fluctuations dans la valeur de leur portefeuille, les Investment Trusts bien dirigés peuvent traverser des séries d'années sans que leur prospérité diminue. En 1920 ces deux Sociétés ont été capables d'augmenter leurs dividendes en dépit d'une dépréciation des titres, par rapport au prix d'achat, de 7 % et 5 % respectivement. L'année 1921 a connu également une nouvelle dépréciation de 12 % et 11 % pour chacune des deux, sans entamer les revenus de ces Compagnies, qui ont toutes deux relevé le taux de leurs dividendes de 1 %. On ne peut certes s'attendre à une progression continue des dividendes, mais une chute dans le niveau des cours ne peut causer que peu ou pas de préoccupation aux porteurs d'actions de ces Investment Trusts ».

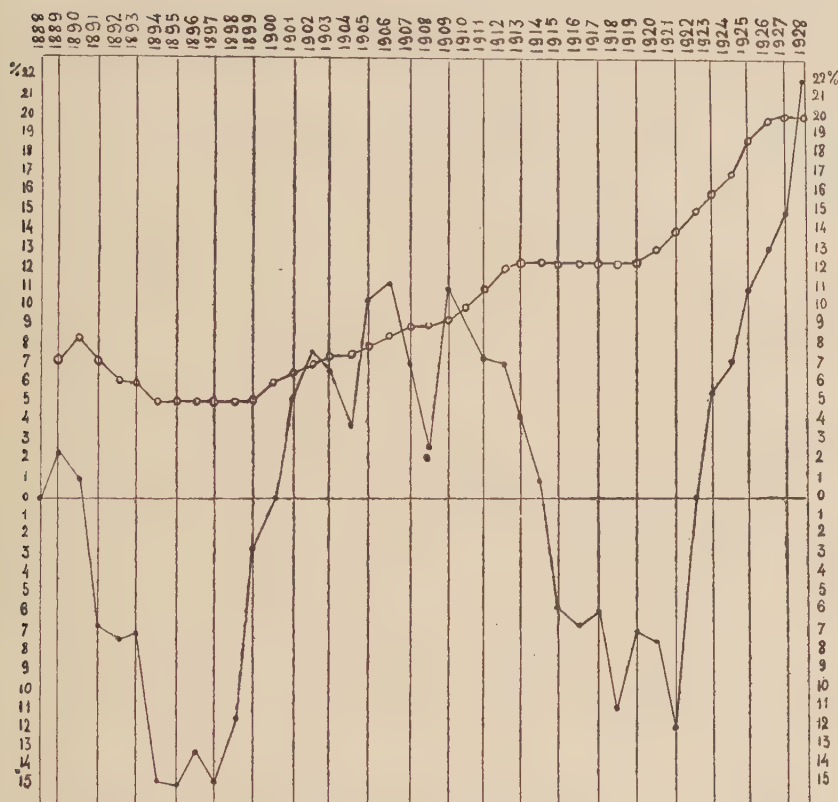
Et voici, d'après l'ouvrage de Mr L. R. Robinson, un graphique traduisant par des courbes, les résultats obtenus par l'« Investment Trusts Corporation ». On voit bien, en effet, qu'en période de crise, après les premières années de début,

c'est-à-dire dès que les réserves ont atteint une certaine consistance, la courbe des dividendes ne suit pas dans ses chutes celle de la valeur boursière qui est sa valeur de liquidation, du portefeuille. L'horizontale O-O représentant le coût, le prix d'achat des valeurs en portefeuille, la hausse et la baisse qui l'affectent tour à tour sont exprimées en pourcentage de ce prix. (Tableau p. 61.)

Remarquons que le principe de l'accumulation de telles réserves n'est écrit en aucun article des statuts de ces compagnies. Là encore, il nous faut constater l'excellent usage que les Conseils de Direction ont fait de la liberté qui leur était laissée; tout au plus trouve-t-on parfois de simples recommandations, mais aucun texte ne prévoit d'obligation. C'est donc actuellement une coutume pour les Investment Trusts, mais comme toute coutume anglaise, elle a force de loi. Une conséquence de ce silence des statuts sur cette question est que dans beaucoup de sociétés ces réserves sont « cachées »; c'est-à-dire ne font l'objet d'aucun compte spécial; les sommes provenant des profits sur réalisations ainsi que toute autre somme affectée aux réserves, sont employées simplement en achats de valeurs qui prennent place, sans distinction, dans le portefeuille. L'actif et les revenus sociaux sont accrus d'autant. On trouve cependant des sociétés publiant des chiffres sur le montant des réserves, notamment sur le « Contingent Fund » spécialement destiné à recevoir les profits réalisés au cours de l'exercice. On peut trouver ainsi les Compagnies ayant à la fois un « Contingent Fund » et des réserves cachées. Quelles que soient les méthodes comptables employées, les réserves réelles d'un Investment Trust sont constituées par l'excédent de la valeur boursière du portefeuille sur tout le passif social; mais pour évaluer exactement cet excédent, il faudrait connaître les éléments de cet actif, c'est-à-dire la composition exacte du portefeuille, ce qui, avons-nous déjà dit, n'est point l'habitude de ces sociétés anglaises.

Tels sont, nous semble-t-il les enseignements que contiennent les quelque 60 ans d'existence des Investment Trusts anglais. Nous avons appris que durant cette période une puis-

Investment Trust Corporation créé en 1888



Ex. Leland R. Robinson p. 428

- o—o—o. o Dividendes payés aux actions ordinaires
 ——— Valeur boursière des titres en portefeuille
 O———O Prix d'achat de ce portefeuille et dividende nul

sante technique du placement à long terme en valeurs mobilières a été vraiment mise au point; c'est là un facteur essentiel du succès des Investment Trusts. Mais il n'est point seul, nous croyons qu'il y en a un autre auquel nous accordons, au moins, autant d'importance qu'au premier; c'est l'esprit qui a animé les Conseils de direction de ces Compagnies. Une gestion habile ne suffit point, il faut qu'elle soit loyale, « ethical », pour mériter la confiance d'une clientèle d'épargnants et pour la conserver.

CHAPITRE II

Les Investment Trusts aux Etats-Unis

C'est après la Grande-Guerre que les Investment Trusts se sont développés aux Etats-Unis. Auparavant il en existait déjà quelques uns, mais ils n'avaient qu'une importance très réduite et un rôle très effacé. En voilà la liste d'après J.-F. Fowler jusqu'en 1920 avec la date de la création.

- 1889 New-York Stock Trust.
- 1893 Boston Personal property Trust.
- 1904 Railways and light securities Co.
- 1907 Alexander Fund.
- 1914 American Investment Co.
- 1916 First Investment Co.
- 1917 Public Utility Investment Corporation.
- 1917 Commercial Finance Corporation.
- 1918 Mutual Finance Corporation.
- 1919 Pennsylvania Investment Co.
- 1920 Overseas Securities.

C'est peu en proportion de l'extension qu'ils ont prise par la suite, surtout depuis 1924. On est donc, aux Etats-Unis, en face d'un mouvement très récent. De plus, ces compagnies n'étaient pas toutes, à leur origine, de réels Investment Trusts. Certaines, comme la « Boston personal property Trust » s'étaient donné à tâche d'acheter principalement des obli-

gations garanties par des biens immobiliers; la « Railways and Light securities » étaient surtout du type actuel « Holding Company ». Ce n'est qu'en 1921, avec la création de l'« International Securities Trust of America » que paraît être dégagée, pour la première fois, la notion d'une gestion de portefeuille, éloignée en principe, de toute pensée de contrôle de la production comme de tout désir de spéculation.

Auparavant, plusieurs principes étaient restés longtemps contenus çà et là, comme des germes épars, dans des Compagnies financières qui n'étaient ni des compagnies industrielles ni des banques, ni des sociétés de capitalisation. Elles méritaient, sans doute, le nom de « Holding Companies » puisqu'elles constituaient, elles possédaient (tohold, en anglais) un portefeuille de valeurs mobilières, mais leur but encore indéterminé et les principes très vagues qui les guidaient ne permettaient pas de les confondre avec les Investment Trusts anglais, au type déjà bien fixé, ayant la conscience de leur fonction dans la vie économique. Mais tout cela, joint aux circonstances particulièrement favorables de l'après-guerre a permis l'acclimatation rapide et le développement des véritables sociétés de placement.

Les Investment Trusts anglais ont été, dès la fin de la guerre l'objet d'études approfondies de la part de nombreux groupes américains, citons par exemple l'« Investment Bankers Association » et de publications destinées à faire connaître ces organisations et leurs résultats. Ces publications au début, d'ailleurs, ne relevaient point de la publicité commerciale, intéressée, dont les Investment Trusts américains ont peut-être abusé par la suite, et elles s'adressaient aux financiers, aux banquiers plutôt qu'à la grande masse des clients éventuels.

Cela a donné naissance, à partir de 1924 notamment, à un très grand nombre d'organismes qui ne méritent pas tous, au même degré, le nom d'Investment Trust, si variées sont en effet les formes et les méthodes adoptées. Leur développement a été des plus rapides, très « américain ». Au mois d'Août 1928 leur nombre s'élevait à 200, représentant un capital total de 1200.000.000 de dollars, d'après les chiffres

donnés par Mr Fowler, qui a dressé le tableau suivant, montrant cet essor :

	Investment Trusts organisés	I. T. subsistant à la fin de la période	Capital investi (en millions de dollars)
1889-1923	18	15	15
1924	17	27	75
1925	26	48	150
1926	26	69	300
1927	91	150	700
1928 (6 mois)	49	199	1200

227

Sociétés disparues 227 — 199 = 28.

D'après Mr L. R. Robinson, il n'y aurait eu au début de 1929 que 180 sociétés du type « Investment Trust » mais elles représentaient, d'après lui, un capital de 1.100 millions de dollars (sensiblement le même donc).

Au moment de la débacle de Wall Street, en Octobre 1929, les Investment Trusts étaient encore beaucoup plus nombreux, certains donnent le chiffre de 500, d'autres celui de 1.500 (dans le « Capital » du 11 avril 1930) avec un capital supérieur à 4 milliards de dollars ! Après cette date (octobre 1929) on trouve beaucoup moins de chiffres concernant les Investment Trusts américains et concrétisant leur puissance. Ce sont les critiques sévères qui souvent, trop souvent peut-être, ont remplacé le louanges et les statistiques alléchantes.

Si donc la période à étudier est considérablement plus courte pour les Etats-Unis que pour l'Angleterre (pratiquement elle ne couvre pas en effet 10 années) l'ampleur du mouvement et sa rapidité n'en sont pas moins dignes d'intérêt.

Les Investment Trusts Américains, malgré leur carrière brève, peuvent constituer des exemples précieux. Leur rôle sur le marché financier, la grande variété de types créés, les conditions du milieu où ils ont connu leur développement

extraordinaire, sont autant d'éléments que nous avons cru devoir déjà tirer de l'expérience anglaise.

Circonstances ayant été favorables aux Investment Trusts Américains

Le développement des sociétés de placement américaines peut être expliqué par le jeu d'un certain nombre de circonstances ayant agi comme autant de causes d'importances diverses.

Ce qui dès l'abord retient l'attention, c'est le nombre des citoyens américains propriétaires de valeurs mobilières. Rien n'échappe aux statistiques, aux Etats-Unis, et voici ce qu'elles nous apprennent : en 1914 on évaluait dans ce pays les porteurs de valeurs mobilières à 500.000; actuellement les chiffres proposés varient entre 15 millions et 20 millions. Un tel écart, pour une période d'une quinzaine d'années constitue certainement un fait d'importance capitale. Il révèle deux facteurs de la vogue des Investment Trusts.

Premièrement ces capitalistes sont presque tous des épargnants ayant constitué, sur leurs salaires ou traitements, une petite masse d'économies. Il se peut fort bien que ce louable esprit d'épargne ne soit pas accompagné, pour la gestion du patrimoine ainsi acquis petit à petit, des qualités d'administrateur suffisantes.

Cette armée d'épargnants, composée d'ouvriers, d'employés ou de fonctionnaires n'a pas une formation qui lui permette de s'aventurer, avec le minimum de risques, dans le jeu des opérations de Bourse. Aussi doit-on voir dans cette masse de millions de propriétaires d'actions, d'obligations ou de bons une grosse partie de la clientèle des Investment Trusts. Sans doute une publicité intense a été faite auprès d'eux, mais cette publicité est admise dans tous les domaines aux Etats-Unis et paraît même être exigée de toute entreprise par les Américains.

Deuxièmement ces capitalistes de fraîche date étaient, plus que tout autre, prêts à s'en remettre à des organismes spécialisés pour la gestion de leurs économies. Tout, autour

d'eux, démontre la supériorité de la spécialisation des fonctions. Dans leur propre occupation quotidienne ne se rendent-ils pas compte que leur habileté vient en grande partie de l'application de ce principe ? Tous les grands progrès dans la vie confortable qu'ils mènent, tous les rendements accrus des entreprises de leur voisinage sont attribués à cette organisation scientifique du travail. Pourquoi, dans ces conditions, n'accorderaient-ils pas leur confiance au financier qui vient proposer, contre rémunération, naturellement, de mettre sa technique au service des capitaux groupés en puissants Investment Trusts ? Il apparaît que telle a dû être l'attitude de cette grande masse de petits et nouveaux possédants devant des institutions qu'on leur montrait entourées de garanties morales suffisantes.

Ceci nous conduit à enregistrer ce qui probablement a été un troisième facteur de la croissance rapide des Investment Trusts.

Ces compagnies, nouvellement venues dans le champ de la vie financière et économique américaine, ont été patronnées, créées par les grandes institutions en place, puissants groupes financiers, grands établissements de banque ayant à leur actif de belles réussites. Ayant des répondants d'une telle envergure, d'un tel « standing » dont la capacité n'est pas discutée aux Etats-Unis, les Investment Trusts ont été vite adoptés par le public américain.

Celui-ci trouvait là une garantie morale de la gestion conforme au plan décrit dans les prospectus et adopté en commun au moment de la souscription. Il y trouvait ensuite, aussi, la certitude que les services vitaux de l'Investment Trust (les services d'études) pourraient puiser dans ces grands groupements éprouvés par des années d'expérience heureuse, tous les renseignements de la pratique et qu'ils y rencontreraient toute la sympathie nécessaire aux premiers pas des années de début.

Un quatrième facteur doit être maintenant envisagé. Il est d'une complexité telle que l'on pourrait étudier l'un après l'autre chacun des éléments le composant et les présenter dans l'étude actuelle, comme autant de causes particulières :

c'est la période de très grande prospérité que la Grande Guerre a ouverte aux Etats-Unis et dont l'évolution a été rendue en quelque manière artificielle, par suite de cette « politique de la prospérité » que les dirigeants américains ne désespèrent cependant pas de mettre au point, après la leçon d'octobre 1929.

Il en est résulté sur le marché financier américain d'une part, une grande abondance de capitaux et un excès de crédit, et d'autre part, des émissions très nombreuses et très variées de valeurs mobilières ; en même temps du point de vue international, les Etats-Unis acquièrent une position créditrice du monde entier et la renforcent quotidiennement ; les capitaux américains sont de plus en plus vivement sollicités par les entreprises et les Etats étrangers et doivent y émigrer au lieu de s'investir uniquement à l'intérieur des frontières du pays.

Une conséquence de l'abondance des capitaux a été la raréfaction des bons placements. Il est devenu de plus en plus malaisé pour le détenteur de quelques « disponibilités » de découvrir des affaires inspirant vraiment confiance, d'un rapport sûr, capables de traverser d'un pas égal les mauvais moments, bien que ces derniers soient de moins en moins envisagés. La masse importante de capitaux qui, faute d'emploi stable, a été portée sur le marché de New-York, c'est-à-dire celui de la spéculation aux Etats-Unis est un symptôme de cet état de choses.

S'assurer un revenu moyen et un accroissement normal de capital, par la plus-value des titres, toutes choses relativement faciles avant guerre, même quand il avait peu d'argent, devient, dès ce moment, pour l'épargnant américain, un placement de plus en plus rare. La prospérité d'avant-guerre, suscitant tout le développement industriel et commercial, créant des entreprises de tout genre, provoquant des fusions, a augmenté énormément le nombre des valeurs cotées en Bourse et par là, a accru l'hésitation dont est saisie toute personne ayant à faire un choix. De plus, cette abondance de capitaux favorise la hausse des valeurs et avilit leur rendement. Comme toute marchandise, sur tout marché, les diffé-

rents titres offerts sur une Bourse sont d'autant plus prisés que la masse des capitaux en quête d'emploi est plus grande.

Mais si l'offre de capitaux était parfois excessive sur les marchés nationaux, par contre, de nombreux points du monde arrivaient des demandes importantes. Comme l'Angleterre après les guerres de Napoléon, les Etats-Unis après la Grande Guerre deviennent les créanciers du monde entier, eux qui avant 1914 étaient sans doute des débiteurs. Quelle va être l'attitude de l'épargnant américain devant ces nombreuses sollicitations étrangères ? Il se tiendrait peut-être sur ses gardes et n'y répondrait qu'en partie, ou même pas du tout, si un intermédiaire ne se présentait. C'est en général par le canal des Investment Trusts, auquel il a donné sa confiance, que son capital, après les décisions des bureaux d'études financières, ira s'investir à l'étranger. Certains Investment Trusts, nettement spécialisés ainsi que nous le verrons par la suite, ont même été créés dans ce but principal de rechercher les valeurs étrangères.

Ce sont d'ailleurs ces années de prospérité, remarquons-le, qui ont permis, avec les hauts salaires et les gains élevés, cette levée en masse de capitalites dont nous avons essayé de montrer les conséquences pour les Investment Trusts.

Si donc, après la guerre, le développement de ces organismes aux Etats-Unis a été beaucoup plus rapide que sur l'Ancien Continent, c'est qu'il s'y est trouvé des conditions de milieu tout à fait particulières, un climat unique pourrait-on dire, pour faire naître et prospérer de tels groupements.

Les différents types d'Investment Trusts Américains

Il y a encore un fait qui, quoique d'importance moindre, n'a pas dû être étranger à la faveur des Investment Trusts aux Etats-Unis : c'est la variété de combinaisons que les financiers américains ont élaborées. Toutes ne paraissent point recommandables et en considérant les précédents britanniques, de nombreuses critiques auraient pu être faites à temps ; mais il est probable que le public américain n'y aurait accordé qu'une oreille distraite. Aussi quoiqu'il n'existe, à notre

avis, qu'un seul type de société de placement, on rencontre aux Etats-Unis une grande variété d'Investment Trusts, et tout épargnant, en quête d'un emploi pour son argent, a pu trouver, sur une longue liste, celui qu'il a cru lui convenir le mieux.

Ce sont ces types nombreux et différents que nous nous proposons d'étudier maintenant. Pour cela il est indispensable de procéder selon une certaine méthode, de trouver un principe de classification. Alors qu'en Grande-Bretagne il y a uniformité quant au type juridique employé pour ces sociétés et unanimité, peut-on dire, pour adopter les quelques principes directeurs dont nul ne conteste l'excellence, aux Etats-Unis au contraire :

1° il n'y a pas un statut légal unique qui s'impose aux créateurs d'Investment Trusts.

2° des divergences d'opinion existent sur les principes même de la gestion la meilleure à assurer à un portefeuille, et c'est là la cause principale de la multiplicité des types proposés aux souscripteurs américains.

La classification la plus utile croyons-nous ne sera point basée sur les différences existant entre les divers types légaux de sociétés aux Etats-Unis. Leur grand nombre tient à la constitution fédérale des Etats-Unis. A côté et en dessous des lois fédérales, d'une portée générale, il existe particulièrement en matière de sociétés, des lois propres à chaque Etat qui légifère à sa guise. Cela entraîne la diversité des législations s'appliquant à des sociétés de même nature mais « sujettes » d'Etats différents. De plus, aux Etats-Unis, certains Investment Trusts et non des moins importants, sont encore constitués selon la formule anglo-saxonne du « Trust agreement » tout comme les premiers Investment Trusts écossais du dix-neuvième siècle ; alors qu'actuellement, comme nous l'avons indiqué dans notre première partie, aussi bien à Londres qu'en Ecosse, ce type de contrat est totalement délaissé, la formule moderne de la société par actions étant seule employée. Si l'on se plaçait à ce point de vue uniquement juridique, à notre avis on pourrait distinguer dans ce pays deux groupes d'Investment Trusts.

a) Les Sociétés du type « direct » ou « statutory » pour employer les termes de M. L. R. Robinson. Ce sont celles qui correspondent à notre société anonyme et aux Sociétés anglaises régies par le « Companies Act ». Leur fonctionnement est déterminé par les diverses lois (lois fédérales et lois d'Etats) et par les statuts, d'où leur qualificatif « statutory ». Une fois les statuts rédigés, conformément aux prescriptions légales, le capital social est constitué par voie d'émission et l'administration assurée par un conseil élu par les actionnaires. C'est cette gestion assumée par un organe directement issu de la société elle-même qui a fait appeler ce type d'Investment Trust : « type direct ».

b) Les sociétés du type contractual. Ce sont celles qui continuent à employer le contrat de « Trust agreement » ou encore « Trust indenture ». Voici quelle est la structure de ce type, telle que la décrit M. L. R. Robinson.

« Les Investment Trusts du type contractual sont ceux dont l'existence et le fonctionnement sont l'effet, uniquement, d'un contrat, qui revêt habituellement la forme d'un *Trust agreement*. »

Il y a trois parties à ce contrat :

1° Le créateur de l'Investment Trust, appelé ordinairement « depositor ». C'est en général une société constituée spécialement dans le but de créer des Investment Trusts de ce type et d'en placer dans le public les bons de participation ou parts.

2° Le « Trustee », compagnie financière ou banque qui détient le portefeuille et les disponibilités en caisse, et émet en échange les certificats de participations, dûment garantis.

3° Les propriétaires de ces certificats. Le seul fait d'en acheter rend le porteur « partie » au contrat (Indenture ou agreement) en vertu duquel les certificats ont été émis. Ce sont ces derniers qui sont les seuls propriétaires du portefeuille et de ses revenus.

Dans ce cas, la gestion n'est point assurée par un Conseil des propriétaires de ce portefeuille ; c'est pourquoi on n'ap-

plique pas à ce type d'Investment Trust le qualificatif « direct ».

Mais pour continuer notre étude de ces sociétés américaines, abandonnons le point de vue juridique et considérons-les du point de vue financier.

Les principes de gestion de portefeuille admis sans conteste aujourd'hui en Angleterre ne sont pas toujours reçus outre-Atlantique. Ils y ont été souvent critiqués et souvent aussi laissés de côté, et le nombre des théories que l'on y a construites est certainement ce qui frappe le plus quiconque aborde ce domaine de la meilleure gestion d'un portefeuille. Voici deux exemples entre autres :

— Les Conseils de direction britanniques se tiennent loin de toute influence financière venant du dehors; nous verrons, qu'au contraire, les Investment Trusts américains se recommandent justement auprès du public de leurs attaches solides avec des maisons de finance.

— Les portefeuilles britanniques recherchent tous une diversification de plus en plus vaste; à l'opposé, la spécialisation du portefeuille est vivement prônée et appliquée par nombre d'Investment Trusts d'outre-Atlantique.

A la diversité des opinions sur chacun de ces principes correspond la diversité des types réalisés, car ce sont là des discussions théoriques en vue de fins pratiques. Mais la controverse la plus grave qui se soit élevée aux Etats-Unis, semble bien être celle que la question suivante a provoquée: quels pouvoirs d'administration doit-on laisser aux gérants d'un Investment Trust, qu'il soit du type « contractual » ou du type « statutory » ?

En Angleterre cette question n'a, en quelque sorte, jamais été posée depuis que les parts de fondateurs ont été supprimées, et la plus grande liberté est en général laissée par les statuts aux conseils de Direction. Toutes les règles que ces derniers s'astreignent à suivre leur sont pour ainsi dire imposées par leur seul jugement. Ils ont ainsi créé une coutume qui à l'heure actuelle échappe à toute discussion. Aux Etats-Unis, au contraire, le risque de « l'human factor » a été l'objet de discussions plus nombreuses et plus actuelles encore,

que n'importe quel autre risque couru par un portefeuille. Ces controverses ont d'ailleurs été, à cause de la concurrence existant entre les groupes promoteurs d'Investment Trusts, entourées de plus de publicité qu'il n'était peut-être nécessaire. En tout cas, elles nous fournissent, nous semble-t-il, un bon principe de classification, qui nous permettra de ranger par espèces, par familles ces nombreux et divers Investment Trusts d'origine récente. Il y a là un critérium, celui des plus ou moins grands pouvoirs laissés aux gérants du portefeuille, qui doit donner à notre avis, la classification la plus vivante, la plus intéressante, celle aussi dont on pourra tirer le plus d'enseignements.

Dans notre première partie, l'étude des Investment Trusts anglais suivant l'ordre chronologique des faits a enrichi notre notion de société de placement des leçons d'une certaine expérience. Nous avons vu cette notion se modifier au fur et à mesure que surgissaient de nouveaux événements, de nouvelles difficultés venant de circonstances extérieures. C'est le contact des faits qui est la principale cause de l'évolution des Investment Trusts en Angleterre. Aux Etats-Unis leur trop courte histoire ne permet pas de parler d'évolution, mais plutôt de dissemblances entre une société et l'autre, et dont la cause ne peut être cherchée que dans l'ardente émulation régnant entre les groupes qui les lançaient sur le marché. Il faut s'attirer une clientèle de souscripteurs et dans ce but lui présenter une formule nouvelle, différente de celle que le concurrent offre de son côté, tout cela avec l'aide d'une abondante publicité s'appuyant sur diverses théories ou prétendues telles, échaffaudées parfois rapidement pour les besoins de la cause. Si bien qu'aux Etats-Unis on peut dire que ce n'est pas à l'épreuve des faits, mais bien à l'épreuve des hommes, des financiers, que le principe de la société de placement a subi des transformations et même des déformations ; et nous croyons, nous reviendrons d'ailleurs sur cette idée, qu'à ce point de vue, l'épreuve américaine vient utilement compléter l'épreuve anglaise en nous révélant une série d'erreurs, de risques que cette dernière faisait à peine prévoir et ne pouvait permettre de mesurer.

A la question « Quels pouvoirs doit-on laisser aux gérants d'un Investment Trust ? » les réponses des financiers américains ont été des plus contradictoires et suivant que ces pouvoirs seront très grands ou très réduits, on sera en face du type appelé « général management » ou du type « Fixed » ou « rigid ».

Et il y a entre ces deux types extrêmes toute une gamme de solutions intermédiaires.

Disons, dès maintenant, que la classe la plus nombreuse (1) est celle où une liberté relative est laissée aux gérants car les restrictions, les limitations imposées par les statuts peuvent être de nature et d'étendue très diverses. Les portefeuilles de ce groupe rappellent ceux des compagnies anglaises ; ce sont en tout cas, parmi les créations américaines, celles qui se rapprochent le plus du type, classique maintenant, que nous avons trouvé en Grande-Bretagne. Les gérants, pour la composition comme pour les modifications du portefeuille, suivent certainement des règles préalablement édictées, mais qui ne sont pas trop étroites et ils restent seuls juges de l'opportunité de toute modification. Le portefeuille qui leur est confié, et qu'ils ont créé, n'a rien de définitif, bien au contraire, leur mission est d'en varier le contenu toutes les fois que cela leur paraîtra profitable ou prudent.

Le portefeuille des « Fixed Investment Trusts » à l'opposé est constitué souvent avant l'Investment Trust lui-même pour demeurer tel quel, d'une façon à peu près immuable pendant toute la durée de la Société. Les gérants, s'ils méritent encore ce nom toutefois, n'ont en somme qu'un travail de garde, de comptabilité et de répartition ; et ainsi leur mission est remplie. Il leur est interdit de vendre le moindre titre et de le remplacer par un autre d'un meilleur rendement, sauf des exceptions extrêmement rares.

Dans le cas du type « General Management », en même temps que la société de placement est créée, on donne vraiment la vie à un portefeuille, sur lequel l'activité des gérants

(1) Excepté, peut-être, pendant l'année 1930. Les « Fixed Trusts » ont alors été, durant cette période, créés en plus grand nombre.

pourra s'exercer. Dans le cas des « Fixed Investment Trusts » au contraire la création de la société chasse toute vie du portefeuille et fait remettre entre les mains des gérants quelque chose d'inanimé, dont ils doivent respecter l'immobilité.

Mais qu'il s'agisse des uns ou des autres, on dit au capitaliste, à l'épargnant que cela est pour son plus grand bien, et on ajoute presque que ce n'est pas une affaire qui lui est proposée, mais un « service » que l'on veut lui rendre. Et chacun d'essayer de légitimer son propre point de vue

Les partisans d'une liberté de gestion très grande ou même complète, s'appuient sur les considérations suivantes :

— Il n'est pas de valeur qui, à un moment donné, ne puisse devenir intéressante pour l'Investment Trust.

— Il n'est pas de valeur qui soit pour toujours à l'abri de tout risque d'effondrement.

La diversification des risques doit, pour être efficace, être pratiquée dans le temps. Il est sans intérêt, dans cette première manière d'envisager les choses, d'étudier à fond une série de valeurs, de consacrer à cela du temps, de l'argent, beaucoup de travail, pour ensuite s'en remettre au hasard, en somme comme c'est le cas des types « Fixed », figés dans la rigidité de leur portefeuille. Le risque en matière financière est un élément que l'on ne peut isoler. Il est intimement lié à tout un ensemble de circonstances de natures diverses, en perpétuelle évolution. Il est impossible, et par conséquent téméraire, de prétendre, dans ce cas « stabiliser » les risques financiers au niveau auquel on a pu les évaluer à un moment donné. On découvre, en effet, sous cette notion de risques en matière de placement en valeurs mobilières, des causes de toutes provenances.

Un marché de valeurs mobilières est impressionnable par des événements de toutes sortes, qui paraissent parfois, au premier abord, ne pouvoir causer d'aussi profondes perturbations. Aucune liste de ces risques ne pourrait être dressée et arrêtée définitivement. Certains sont, dans l'opinion générale, attribués à une sorte de génération spontanée. D'autres ne nous sont révélés que lorsque on fait le bilan du désastre qu'ils ont provoqué : Avant la guerre personne n'aurait pen-

sé à une crise des changes telle que celle qui a sévi après la guerre et aux bouleversements qu'elle a entraînés sur les marchés financiers. Progrès scientifique, crise économique générale, malaise particulier à une branche déterminée de l'activité économique, malaise plus proprement financier, dû aux changes par exemple, ou à une politique de crédit, crises politiques, soient extérieures avec les guerres et leurs répercussions incalculables, soient intérieures, troubles sociaux, régimes fiscaux, tout peut, un jour, devenir un élément de risque, d'insécurité du marché des valeurs mobilières. Son aspect mouvant qui ne le rend jamais semblable à lui-même, n'est point dû à d'autre cause.

C'est pourquoi, les partisans de la gestion libre, ou presque libre, des Investment Trusts condamnent l'attitude figée et illogique des « Fixed portfolios » en face du mouvement continu des valeurs à la Bourse. Mr. L. R. Robinson, président d'un Investment Trust américain, le « Second International Corporation » s'exprime ainsi :

« L'Investment Trust opère dans l'hypothèse qu'aucune formule de sécurité n'existe qui ne contienne une part de surveillance continuelle. Des conditions extérieures qui changent nécessitent pour en éviter les conséquences, une tactique du placement suffisamment souple. Ce qui ne veut point dire que les critères qui permettent de reconnaître et de mesurer la valeur d'un placement aient changé. Cela signifie seulement qu'un placement des plus sûrs aujourd'hui peut devenir dangereux demain, en raison d'un événement nouveau.

De là, l'importance primordiale que les Investment Trusts animés de l'esprit le plus large et le plus sage à la fois accordent à la révision constante de chaque valeur dans leur portefeuille. La diversification des risques est peu de choses si elle n'est accompagnée d'une vigilance continuelle, élément essentiel de la sécurité. Un Investment Trust, prudemment agencé, est capable de réaliser ainsi sur une longue période, les plus substantiels profits par l'emploi et le réemploi successifs de son capital ».

Cette conception de l'Investment Trust paraît logique et s'appuie sur des considérations fort justes. Aussi n'est-ce

point sur ces dernières que portent les critiques élevées contre la gestion libre par les partisans des « Fixed Investment Trusts ».

Ils reconnaissent que la gestion libre serait désirable, mais ils la relèguent dans la catégorie de ces bons principes dont la pratique ne saurait s'accommoder. Car, disent-ils, cette gestion libre est obligatoirement confiée à des hommes qui ne sont point infaillibles et qui de plus, peuvent manquer de scrupules. Et n'est-ce pas un grand risque supplémentaire, alors, que l'on fait courir à son capital, que de le remettre, avec pleins pouvoirs de gestion, entre les mains de gérants qui ne peuvent donner toute garantie en raison de leur humaine condition ?

Même s'ils sont honnêtes, comme toutefois ils ne peuvent être omniscients, quelle garantie de leur capacité peut-on avoir ? La science économique n'a pu encore mettre au point un système de prévision ; tous ses efforts en cette matière n'ont pas donné de résultats décisifs. En supposant qu'on arrive, un jour, à un coefficient élevé de prévision économique, il vaut mieux, en attendant, éliminer des risques courus par un portefeuille de valeurs mobilières, ceux qui ont leur source dans la gestion libre et encourir ceux, de moindre conséquence, d'une composition rigide de portefeuille. Une telle composition, basée sur une répartition rationnelle et très poussée du capital social rendra très peu sensible dans l'ensemble, une perte même totale sur une ou plusieurs valeurs ; tandis qu'une mauvaise gestion, s'étendant à toutes les valeurs aura des effets néfastes sur tous les postes du portefeuille.

En résumé, ceux qui concluent à la libre gestion évaluent les risques qu'elle contient bien au-dessous des risques ou du « manque à gagner » que la rigidité du portefeuille entraînerait, aussi éliminent-ils les seconds ; pour les tenants des « Fixed Investment Trusts » c'est l'évaluation contraire qui l'emporte, et on élimine en conséquence les premiers.

Voici en quels termes est défendue par un auteur américain la rigidité du portefeuille.

« Le capitaliste, dans un Investment Trust à gestion libre,

« ne peut se reposer sur la capacité et l'honnêteté des gérants ; il n'a aucune assurance que les gérants actuels soient dans l'avenir, aussi capables et aussi honnêtes.

« Mais accordons une saine gestion. L'Investment Trust pourra donner, peut-être, des dividendes un peu supérieurs à ceux d'un « Fixed Investment Trust », mais cela n'est pas certain. Cet élément si humain qu'est l'erreur est dans le principe même de la gestion libre, et peut entraîner des pertes. On ne peut trouver, c'est indiscutable, une personne ou un groupe de personnes dont l'omniscience permette de prévoir le meilleur moment pour vendre une action donnée.

« En général, l'information qui décide le comité à se défaire d'une valeur, arrive trop tard pour que l'exécution de l'ordre de vente soit vraiment avantageuse.

« Le contrat d'hypothèque prévoit que l'on ne peut substituer un gage à un autre, de peur qu'un bien d'une certaine valeur soit remplacé par un bien de valeur moindre. C'est pour cette raison que le « Fixed Investment Trust » s'interdit tout changement dans la composition de portefeuille.

« Si le capitaliste désire éviter les risques d'une mauvaise gestion, qu'il supprime la gestion elle-même. Selon l'avis des défenseurs du type « Fixed » si le porteur d'une part trouve une hausse exagérée ou estime l'avenir inquiétant, il n'a qu'à réaliser cette part en la vendant. Ainsi chacun a sa responsabilité bien dégagée. »

Le même défenseur du « Fixed type » ajoute encore un argument visant un défaut souvent souligné de cette forme de portefeuille. On leur a reproché de se condamner à ignorer toute affaire postérieure en date à la création de l'Investment Trust, et parmi ces affaires nouvelles il peut y en avoir d'excellentes.

Chaque année des progrès scientifiques, des besoins nouveaux de la consommation font apparaître un certain nombre d'entreprises, et par là, de valeurs mobilières qui peuvent avoir un très bel avenir, leur prospérité pouvant de plus être faite de la ruine de quelque affaire ancienne.

A cela, du côté du « Fixed type » on répond qu'actuellement dans l'organisation présente de la production, ces champs nouveaux ouverts à l'industrie et au commerce seront presque toujours sous le contrôle ou même la domination des puissantes firmes en place. Par conséquent il suffit qu'un choix judicieux ait été fait parmi ces puissantes sociétés pour qu'indirectement, par leur canal, les bénéfices que ces nouvelles affaires laissent, parviennent au capitaliste intéressé dans une société de placement.

Pour illustrer ce raisonnement on peut donner comme exemple le cas d'une industrie nouvelle, la fabrication d'appareils électriques réfrigérants, qui se trouve entièrement sous la dépendance de la « General Electric » et de la « General Motors ».

Les deux opinions extrêmes sur la gestion des Investment Trusts s'appuient donc sur des arguments qui les font apparaître toutes deux comme défendables ; remarquons cependant qu'aucun des arguments mis en avant ne s'oppose fondamentalement à l'un de ceux de la partie adverse. Il n'est donc pas étonnant qu'un grand nombre d'Investment Trusts à gestion limitée ou restreinte aient pu être établis, en puisant à la fois dans les deux argumentations les éléments de limitations partielles et variées aux pouvoirs des gérants.

C'est en allant de la plus grande liberté de gestion à la plus rigide limitation, à la suppression de fait de toute gestion, que nous allons maintenant examiner les différentes applications que les financiers américains ont pu faire de l'idée de société de placement.

Ce n'est que dans un petit nombre de cas que l'on trouve mis en pratique le principe d'une liberté complète de gestion. Les gérants entrent alors en possession du capital social et s'emploient à lui faire rendre le maximum de bénéfices de la façon qui leur semble la meilleure. Selon les conditions du moment, ils porteront au mépris du principe de la répartition des risques, tout leur effort sur un seul marché, ou bien ils s'engageront fortement sur tel groupe de valeurs indus-

trielles, risquant ainsi une importante part de leurs ressources sur une seule branche de l'activité industrielle.

Ils pourront même, à côté de leur fonction de gérant de l'Investment Trust, s'intéresser officiellement, mais dans leur intérêt privé, à une affaire industrielle, commerciale ou financière, dont ils feront acheter des actions ou des obligations par le portefeuille sous leur surveillance.

Aucun reproche ne pourra leur être fait, même si cet achat n'avait d'autre but que de soutenir le cours de ces titres. Sur certains certificats émis par les sociétés de ce type, il est souvent expressément dit que la plus entière liberté est laissée aux gérants et que les porteurs s'engagent à ne leur demander raison d'aucun de ces agissements, quand bien même les gérants en auraient tiré profit personnellement ; le cas de fraude seul peut engager leur responsabilité. Hormis ce cas, ils peuvent employer le capital social de telle façon qu'il leur plaît, même dans un esprit absolument contraire aux principes les plus courants des sociétés de placement.

Les participants s'en remettent donc totalement non seulement à la capacité mais encore à la bonne foi des gérants qu'ils ont choisis. Pour eux l'élément essentiel du succès est, non dans la nature et l'étendue de restrictions imposées habituellement aux pouvoirs des gérants, mais dans leur probité. Des gérants dénués de scrupules se jouent des restrictions établies et en respectent la lettre, peut-être, mais non l'esprit.

Le nombre des Investment Trusts à gestion absolument libre est très réduit ; on peut cependant en distinguer deux catégories :

1° Tout d'abord, il y a des Investment Trusts qui sont sous le contrôle de vieilles maisons de banque, et qui se recommandent hautement de ce patronage. La gestion est alors assurée par une filiale de la banque ; le public admis à souscrire compte alors autant sur un contrôle efficace des agissements des gérants que sur l'aide précieuse fournie par la Banque créatrice.

2° Toute liberté aussi est en général laissée aux gérants des Investment Trusts entièrement financés par un petit groupe

de puissants capitalistes; le peu d'étendue du groupement permet dans ce cas de laisser jouer *l'intuitu personæ*.

Nous abordons maintenant un domaine très vaste (il s'étend à la majorité des Investment Trusts américains sans doute) et très varié aussi; c'est celui des restrictions apportées par les statuts aux pouvoirs des gérants. Il n'est pas possible de donner une liste complète de ces limitations; mais on peut tout au moins essayer de les ranger sous divers chefs et de faire ainsi une énumération plus ordonnée. Ces restrictions sont contenues soit dans les statuts (Statutory type) soit dans le « Trust agreement » (contractual type).

Il est d'abord une clause très fréquente, visant certaines incompatibilités de la fonction de gérant. Elle leur interdit de jouer un rôle quelconque dans les entreprises dont les titres sont dans le portefeuille. On veut éviter une sorte d'abus d'influence, une utilisation dans un intérêt autre que celui de l'Investment Trust, de ce pouvoir qui leur est confié. On veut qu'ils restent dans une neutralité complète. Nous avons vu plus haut que le système de la gestion libre ne leur en tient pas rigueur. Ce peut être d'ailleurs la seule restriction imposée si l'on croit, comme certains, que pour que la liberté accordée aux gérants soit productive, il faut qu'elle leur soit accordée largement.

D'autres restrictions ont pour but d'imposer les conditions « standard » qui rendent un titre apte à figurer dans le portefeuille. Ces limitations exigent des valeurs qui entrent en portefeuille certaines « qualités », déclarées d'avance obligatoires et indispensables, et dont l'absence doit être considérée et par les services d'études et par le « Board of directors » (les gérants) comme un vice qui rend le titre « inéligible », c'est-à-dire inapte statutairement à être acheté pour le compte de l'Investment Trust. Si l'une de ces qualités premières n'existe point, inutile de chercher plus avant, rien de favorable ne pourrait en tenir lieu.

Voici, à titre d'exemple, quelques-unes de ces conditions statutaires requises pour conférer aux valeurs ces « qualités ».

— Aucun ordre d'achat ne peut être donné pour une valeur qui n'a pas été cotée depuis un an à la Bourse de New-York.

— Toute action doit avoir des dividendes payés régulièrement durant les trois dernières années écoulées.

— Ce dividende doit s'établir au taux moyen de 4 % par exemple du prix d'achat.

— Le prix d'un titre doit être d'une certaine importance; c'est une mesure pour éviter les valeurs d'une cote peu élevée, accessibles à la masse des capitalistes, trop facilement sujette à panique.

— Les titres achetés doivent figurer dans une certaine classe du « Moody's Manual » ou dans les différentes classes suivant une proportion déterminée.

— Les actions entièrement libérées peuvent seules être recherchées.

— Ces titres doivent avoir un marché très large. Cette condition est fréquemment rencontrée et mérite que l'on s'y arrête quelque peu. En principe un Investment Trust n'a pas à rechercher une grande liquidité de son actif; il peut se présenter cependant des cas où elle est indispensable. Par exemple, lorsqu'un emprunt arrive à terme, une vente hâtive et massive de titres ayant un marché étroit entraînera une perte imméritée en capital. Ou encore, dans le cas où en prévision d'une baisse des cours, il faut vendre tout un paquet de titres, les cours n'en sont pas exagérément affectés, si ces titres ont un marché très large; sinon le mouvement à la baisse sera beaucoup plus accentué du fait même de cette vente importante.

Une autre considération, proche des précédentes est aussi à retenir : c'est que le cours d'un titre n'ayant pas un marché large ne représente jamais bien la réalité; la loi de l'offre et de la demande ne pouvant jouer librement, il s'ensuit une grande inexactitude dans l'évaluation du portefeuille. Une valeur rencontrée rarement sur le marché sera souvent payée

très cher par l'acheteur ou devra être abandonnée à bas prix si une vente un peu importante devient nécessaire.

Il est maintenant un ensemble de limitations aux pouvoirs des gérants qui ont pour but d'établir et de maintenir une certaine composition de portefeuille, d'en fixer le « dosage » par classe, type ou origine de titres, de fixer par conséquent, le degré de diversification des risques auquel les fondateurs de chaque Investment Trust se sont arrêtés. On distingue les « General Investment Trusts » et les « Specialized Investment Trusts ».

Les « General Investment Trusts » sont ceux où la diversification des risques est poussée le plus avant. L'inventaire de leur portefeuille dénote le souci d'un véritable morcellement du capital et il n'est pas rare d'y voir inscrites quelques centaines de valeurs différentes, tout comme pour les portefeuilles anglais.

Chez les seconds, au contraire, on ne rencontre point un émiettement pareil des placements; on préfère s'en tenir à un nombre beaucoup moins élevé pour pouvoir en conséquences concentrer tous les efforts de documentation et de surveillance sur les quelques valeurs possédées. Car, explique-t-on, si l'un des avantages de l'Investment Trust réside dans la possibilité de fractionner le capital social, et par conséquent les risques, en un grand nombre de placements distincts, il ne faut pas oublier qu'un autre avantage de ce mode d'investissement est l'étude sérieuse et la surveillance constante par des spécialistes, de chacun de ces placements.

Or, imposer à un service d'études financières la documentation et les recherches nécessaires à l'achat de quelques centaines de valeurs mobilières de nature, de types et d'origines différents, et ensuite la révision incessante de ce portefeuille, n'est-ce point une tâche trop lourde, qui ne peut que diminuer la valeur des informations fournies à moins que le prix de revient de ces études financières ne soit par trop élevé? Il y a là un obstacle certain à un fractionnement intense du capital social; telle est la thèse soutenue par les partisans des portefeuilles spécialisés.

Il faut cependant remarquer que toutes les fois que le grou-

pement des capitaux constitué par l'Investment Trust sera assez puissant pour entretenir à un prix de revient relativement peu élevé pour chaque valeur recherchée, un service d'études très développé, il y a un avantage indéniable à pratiquer le plus intense fractionnement possible. C'est théoriquement par un tel moyen de répartition des risques qu'une plus grande sécurité peut être obtenue.

A. — *Portefeuilles généraux.*

Leur contenu rappelle beaucoup celui des portefeuilles britanniques, mais aux Etats-Unis, il n'est point le résultat de la sagesse des gérants. La ligne de conduite nécessaire leur est tracée dès la création de l'Investment Trust, par les statuts eux-mêmes. En général, il est fixé, dans ces statuts, un certain pourcentage du capital social, qui est le maximum de la part faite dans le portefeuille à une seule valeur. D'autres taux sont encore établis, eu égard aux divers types de répartitions enseignées par l'expérience anglaise et tous doivent jouer simultanément pour déterminer l'importance à accorder à l'achat d'une valeur donnée.

Ces taux sont d'ailleurs des maxima, et les gérants pour aucune raison, ne pourraient les dépasser; mais ils peuvent, s'ils le jugent bon, ne pas les atteindre et pratiquer un fractionnement plus grand du capital; c'est le cas le plus fréquent.

Par exemple un taux de 3 % du capital social est souvent le maximum qu'ils pourront consacrer à une seule valeur. S'il était atteint pour toutes les valeurs, cela ne donnerait que 33 ou 34 valeurs par portefeuille; c'est fort peu si l'on veut réaliser le but de pratiquer largement les différents types de diversification recommandés théoriquement aux sociétés de placement. Aussi les portefeuilles du type « Général » contiennent-ils toujours plus d'une centaine de valeurs. Voici, extrait de l'ouvrage de M. Fowler, un tableau, pour quelques Investment Trusts de ce groupe, des différents pourcentages statutaires :

Pourcentages maxima autorisés par les statuts
(en % des ressources de l'Investment Trust)

[illegible]

Ces chiffres concrétisent bien le souci des organisations d'appliquer les principes de diversification des portefeuilles anglais. Ils nous montrent aussi par le nombre de colonnes utilisées dans chaque cas le degré de liberté laissée aux gérants.

B. — *Portefeuilles spécialisés.*

Avec eux nous nous éloignons nettement du type original, ils sont en effet l'application d'une conception moins orthodoxe de la société de placement, dont semble-t-il le principal fondement doit être une répartition des placements la plus large possible.

L'existence des « Specialized Investment Trusts » serait légitimée par les difficultés d'exécution que pratiquement l'on rencontre dans l'application simultanée et des principes de large diversification et de l'étude sévère de tout placement.

La solution qu'ils adoptent consiste à ne pas attribuer à ces deux principes la même valeur : à faire passer au second plan le souci d'une large diversification pour assurer l'application stricte du second principe. Pour cela on utilise les services d'études financières en les spécialisant sur tel ou tel groupe de valeurs, à l'exclusion de tout autre. Autrement dit, dans ce type d'Investment Trust on évalue beaucoup plus grands les risques de mauvaise information comparés à ceux résultant d'une faible répartition du capital, et c'est contre les premiers que l'on va se prémunir, que l'on va essayer de s'assurer.

On ne va pas dans ce but chercher à mettre dans le portefeuille du trust un grand nombre de bonnes valeurs, mais seulement quelques-unes, les meilleures, les « leaders » d'un certain et unique compartiment industriel ; on pose comme un axiome qu'il est impossible de découvrir et de surveiller les meilleures valeurs de toutes les diverses branches de l'activité économique simultanément. Il y a ainsi de nombreux « Specialized Investment Trusts » consacrant tous leurs soins à un genre d'industrie ou de commerce.

On en peut distinguer plusieurs groupes.

Tout d'abord les « Financial Investment Trusts ». Ils recherchent principalement les valeurs de Banque ou de Compagnies d'assurances; mais cette spécialisation, en fait, n'est point absolument contraire aux principes que nous considérons comme fondamentaux. Les Banques et les Compagnies d'assurances ont des portefeuilles personnels importants et l'on peut les considérer comme des sociétés de placement à ce point de vue. La diversification des risques peut donc, en somme, être considérée comme réalisée en partie, mais indirectement. Le succès de ce type d'Investment Trusts est dû, sans aucun doute, à la période de prospérité toute particulière que Banques et Compagnies d'assurances ont vécue jusqu'en octobre 1929. L'effet de ce genre de spécialisation paraît donc être d'accroître notablement et la sécurité puisque les risques demeurent en fait assez divisés, et, en même temps, le taux des dividendes.

De ce groupe relève certainement une formule des plus récentes de la Société de Placement, c'est le « Super-Investment Trust » dont le portefeuille est constitué uniquement de titres émis par des Investment Trusts. C'est en 1927 que le premier du genre, semble-t-il, est apparu avec la « General Trustee Corporation ». Il a été présenté au public en ces termes : « La General Trustee Corporation est un super-investment Trust. Par l'intermédiaire des intérêts pris dans les différents Investment Trusts qui recherchent les meilleures valeurs du monde entier, sur les avis des bureaux d'études les plus compétents, la Compagnie est à même d'assurer à ses actionnaires la plus large diversification et les services des financiers les plus avertis du pays ».

L'utilité d'un tel portefeuille n'est explicable que par la présence aux Etats-Unis des « Single Industry Investment Trusts », dont les inconvénients peuvent en effet être ainsi compensés.

Les « Single Industry Investment Trusts » ne s'intéressent qu'à un seul type d'industrie, métallurgie, mines, aéronautique, pétroles, etc... Chez eux la diversification des risques est donc considérablement réduite. De plus, qu'ils soient animés d'un désir de contrôle de la production et ils deviendront

aisément des « Holding Companies ». Il est vrai que pour éviter ce changement dans le but de la société, on trouve souvent des clauses restrictives destinées à empêcher l'acquisition de tout contrôle. Par exemple, les statuts interdisent aux gérants de faire entrer dans le portefeuille des actions représentant plus de 5 % ou de 10 %, ou tout autre pourcentage, du capital émis par une même entreprise industrielle. La supériorité que ce type d'Investment Trust prétend avoir, tient, avons-nous dit, à ce qu'il est seul à même de découvrir et de surveiller les meilleures valeurs, les « leaders » de leur spécialité.

Les « Public Utilities Investment Trusts » pratiquent un autre genre de spécialisation. Ils recherchent les valeurs émises par les entreprises de services publics (eau, gaz, électricité principalement). Ces entreprises ont souvent un caractère mi-officiel, et jouissent d'un certain nombre de privilèges.

Les faillites et les liquidations désastreuses sont rares parmi elles; leur but est de satisfaire une masse de consommateurs toujours accrue, et de consommateurs, en général que l'on peut faire payer. La prospérité de ces entreprises est rarement très rapide, mais elle paraît, plus que dans tout autre domaine, à l'abri de crises. Aussi les portefeuilles de « Public Utilities » sont-ils recherchés.

Il est maintenant deux types de spécialisation qu'il nous faut étudier. Ce sont les « Bonds Investment Trusts » et les « Common Stocks Investment Trusts », ces derniers étant de beaucoup plus nombreux. Alors que dans les types précédents, la spéculation était obtenue aux dépens de la répartition industrielle ou géographique des placements, dans ces deux nouvelles formules de portefeuilles, c'est la répartition par type de valeurs (actions ordinaires, de préférence et obligations) qui est délibérément mise de côté.

Les « Bonds Investment Trusts » veulent surtout s'assurer une grande sécurité et un volume régulier de revenus; ils recherchent pour cela les obligations industrielles et, tous les titres d'emprunts émis par les Etats et les établissements publics américains ou étrangers.

Ces portefeuilles, on doit le remarquer, n'ont pas connu la

grande popularité, sans doute parce que pour des placements de cette nature, il n'est point besoin de passer par un organisme spécialisé, le simple épargnant se jugeant suffisamment capable.

Il n'existe pas de « Preferred Stock Investment Trusts ».

Au contraire, les « Common Stocks Investment Trusts » ont pris un grand développement et certains comptent parmi les plus importants.

Les valeurs à revenu variable jouissent d'ailleurs d'une grande faveur aux Etats-Unis. C'est ainsi que dans les portefeuilles du type général, la part faite à ces valeurs est souvent beaucoup plus importante que celle qui leur est laissée dans les sociétés anglaises; ces dernières ont toujours, au moins, les deux tiers de leurs ressources en valeurs à revenu fixes, en Amérique la proportion inverse est beaucoup plus fréquente et souvent même dépassée; enfin, il y a les portefeuilles spécialisés des « Common Stocks Investment Trusts » qui ne contiennent aucun autre type de valeurs.

La grande faveur de ce genre de titres a été provoquée par des études consacrées à démontrer la supériorité des valeurs à revenu variable sur celles à revenu fixe. Le titre même du principal ouvrage publié sur cette question par M. Lawrence Smith, situe exactement l'objet de cette théorie nouvelle : « Common Stocks as long term investments », « Les actions ordinaires, mode de placement à long terme ». Cette question a été étudiée aussi en Angleterre et en Belgique, et nous ne pouvons que rapporter ici les résultats de l'enquête faite par M. Druard, et les résultats de ses recherches personnelles.

Aux Etats-Unis, les recherches de M. Lawrence Smith, les premières en date, avaient été entreprises dans le but de démontrer, au contraire, l'excellence des valeurs à revenu fixe.

C'est à la conclusion opposée qu'il a dû aboutir : « En remontant jusqu'à 1866, il m'a été impossible de trouver une période de 25 années durant lesquelles un groupe quelconque d'actions ordinaires n'aient, au total, donné des résultats

supérieurs tant pour le revenu que pour le capital, à ceux d'un placement d'égale importance en obligations.

Ce me fut une surprise, car cette étude avait été entreprise dans le but de démontrer l'avantage apparent des obligations sur les actions ».

L'étude des données statistiques qu'il dut réunir fait apparaître les trois éléments fondant cette supériorité de l'action sur les valeurs à revenu fixe :

- un revenu moyen annuel supérieur;
- une plus value moyenne appréciable;
- une sécurité très grande en ce sens que seule l'action est une « valeur-or » dont la puissance d'achat est à peu près constante.

L'auteur américain conclut en conséquence qu'un placement même peu divisé mais portant sur des actions soigneusement étudiées et surveillées est le seul placement à long terme raisonnable; il n'exclut donc pas les obligations, mais les considère comme des titres ne présentant d'intérêt qu'en certaines périodes de baisse des prix. Il faut remarquer, d'ailleurs, que l'auteur de cette théorie, M. Lawrence Smith, est lui-même à la tête d'un *Investment Trust*, dont le portefeuille contient bien quelques valeurs à revenu fixe, ce qui est la preuve non d'une inconséquence mais d'une sage gestion, où l'utilité d'une compensation des risques n'est pas perdue de vue.

Des recherches analogues ont été faites en Angleterre et ont mis en concours un lot d'actions ordinaires, prises absolument au hasard et un lot d'obligations réunies dans les mêmes conditions. Durant la période considérée (1912-1926) le revenu des premières oscille entre les deux taux de 5,12 % et 7,07, tandis que celui des secondes est compris entre 2,93 % et 3,95 %. Les chiffres sont donc, ici encore, tout à l'avantage des titres à revenu variable.

M. Druart a fait lui aussi un essai de vérification pour la Belgique, essai qui a été favorable à la théorie de M. Lawrence Smith. La période choisie par lui va de 1902 à 1912.

Un premier groupe de 160 actions, prises simplement par ordre alphabétique, donne un revenu moyen de 6,40 % alors

que le rendement correspondant des obligations n'atteint que 3,80 %. De plus, le portefeuille-actions profite d'une plus value du capital de 54,17 % à la fin de la dixième année, alors que le portefeuille obligations subit une perte moyenne d'un tiers au cours des mêmes années. Ce groupe de 160 actions représentait un capital de plus de 100.000 en 1902 (capital important pour l'époque); aussi l'auteur a fait les mêmes recherches pour une dizaine de portefeuilles de 5.000 francs chacun, ce qui correspondait à une petite épargne familiale. Les résultats sont encore, dans ce cas, favorables aux actions.

Ces chiffres se bornent à constater les différences qui existent d'un groupe de valeurs à l'autre, ils ne les expliquent pas. On a donc cherché à trouver un fondement rationnel de cette supériorité de l'action sur l'obligation. Cette supériorité paraît être la conséquence des trois phénomènes économiques suivants que nous nous bornerons à signaler :

1. — La dépréciation monétaire;
2. — La baisse du pouvoir d'achat de l'or;
3. — La baisse constante du taux de l'intérêt.

Par l'effet des deux premiers, la substance même de l'obligation semble être petit à petit rognée, la puissance d'achat, que la somme, portée sur le titre lui confère, va en s'effritant au cours du temps. Que la créance soit exprimée en devises ou en monnaie d'or le résultat est le même. Par contre, il semblerait que la baisse du taux de l'intérêt soit à l'avantage des créances anciennes. il n'en est cependant rien; par le jeu de conversions le débiteur arrive tôt ou tard à alléger la dette qu'il a contractée.

Les valeurs à revenu variable, au contraire, échappent à cette lente ruine; elles seules sont intimement liées à la vie des entreprises (le risque d'ailleurs réside justement en cela); elles représentent des biens qui ont un pouvoir d'échange, variable sans doute, mais finissant toujours par s'adapter aux exigences nouvelles, tandis que l'obligation représente une créance, une certaine somme d'argent d'un montant fixe,

mais dont le pouvoir d'achat n'est nullement pour cela stabilisé.

Il convient toutefois de remarquer, sans mettre en doute les recherches statistiques étayant cette théorie, que cette dépréciation de la monnaie, comme les variations affectant l'or lui-même, ne sont des phénomènes perceptibles en général que si l'on considère de longues périodes d'années, pouvant s'étendre d'un siècle à l'autre. Ce mouvement, en effet, n'est pas uniforme, et se trouve contrarié par un mouvement inverse durant parfois de nombreuses années. La gestion d'un portefeuille doit tenir compte de ces deux tendances opposées et chercher à tirer profit de toute variation dans un sens comme dans l'autre; nous avons d'ailleurs signalé que telle est la gestion que pratique l'auteur même de la théorie qui nous occupe.

Avant d'en terminer sur ce point, rapportons ici l'explication donnée en Amérique de la fréquence des plus values réalisées par les porteurs de Common Stocks; explication où l'on fait abstraction du facteur psychologique qu'est l'esprit de spéculation qui a sévi aux Etats-Unis depuis la Guerre. Certains donc ont voulu trouver un fondement justificatif de ces plus values et de leur caractère régulier. Elles auraient leur cause dans la politique de réserves et d'extension que toutes les bonnes sociétés industrielles et commerciales s'astreignent à suivre de nos jours.

L'analyse des méthodes de gestion de ces sociétés leur a permis de dresser des statistiques d'où il résulterait ceci : pour chaque dollar de dividende distribué, toute société industrielle, aux Etats-Unis, consacrerait 75 cents à augmenter ses réserves, donc, ses ressources, sa puissance. Un taux d'épargne très élevé serait ainsi pratiqué par elles. Et l'on en déduit que les ressources réelles et la puissance productrice, l'actif social, en un mot, de toute compagnie sérieuse, sont accrues annuellement d'une somme correspondant aux $\frac{3}{4}$ des dividendes distribués durant ce même exercice. La valeur du « Common stock » qui représente l'actif net de la société, s'en trouve normalement accru, et la hausse en bourse de ces titres est ainsi légitimée. Bien plus, est légitimée aussi toute

position à la hausse que l'on pourra prendre. Les Investment Trusts sont donc en droit de distribuer eux-mêmes ces profits encaissés comme un fruit, un revenu ordinaire de leur portefeuille, et, en outre, de les rechercher principalement. Voici des chiffres pris dans « Investment Trust in America » (par M. Williams) indiquant l'origine en 1927 des « recettes » de quatre portefeuilles (en dollars).

	DIVIDENDES ENCAISSÉS	PROFITS RÉALISÉS
Financial Investing of New-York	91.458	82.508
General American Investors C ^o	431.377	1.290.362
Incorporated Investors	92.437	59.614
Joint Investors	21.673	57.833
	639.945	1.490.317

Le rapport des profits aux dividendes est de : $\frac{1.490.317}{639.944}$
ou sensiblement de $\frac{2}{1}$; on est loin de celui que nous avons
indiqué pour l'exemple pris en Grande Bretagne et qui s'éta-
blissait à $\frac{1}{8}$. Ces quatre Sociétés ont d'ailleurs des porte-
feuilles généraux où une certaine part est encore faite aux
obligations.

Les « Common Stocks Investment Trusts » par leur type de spécialisation représentent à notre avis la plus profonde en même temps que la plus apparente altération que la notion anglaise de société de placement ait subie aux Etats-Unis; cela moins par le fait même de la spécialisation dans une seule classe de valeurs que par l'esprit de spéculation qui les a engendrés. Nous allons rencontrer plus loin des types d'Investment Trusts qui sont eux aussi très éloignés du modèle original anglais, mais ils sont à un tel point inanimés, figés, qu'ils paraissent bien moins dangereux pour l'épargne confiante que ces sociétés de placement ainsi spécialisées.

Ces dernières en effet permettent aux fâcheuses tendances,

à la spéculation, que la pratique anglaise, après plus de cinquante ans d'expérience a réussi à éliminer complètement, de reprendre dans la gestion du portefeuille une trop grande place et de s'y développer.

Nous venons d'étudier successivement les Investment Trusts à portefeuille général et les Investment Trusts à portefeuille spécialisé. Mais il ne faudrait pas conclure, en rappelant le criterium de classification choisi au début, que ce second type est soumis à une gestion beaucoup plus étroitement définie que le premier. Tous deux peuvent être l'objet de limitations plus ou moins strictes, de pourcentages statutaires plus ou moins nombreux. Ce sont les statuts qui peuvent obliger les gérants du portefeuille à négliger toutes les valeurs étrangères pour ne se consacrer qu'à celles des entreprises américaines ou canadiennes. Ce sont encore les statuts qui peuvent décider que seuls les « Common Stocks » sont à rechercher. Par contre les gérants peuvent, si les actionnaires leur ont donné blanc seing, négliger toute diversification et agir en véritables spéculateurs plutôt qu'en « bons pères de famille ». Nous avons mis en première place le « general type » parce qu'il est resté le plus proche de la doctrine anglaise.

Pour en terminer avec les portefeuilles soumis à une gestion plus ou moins libre, plus ou moins active citons maintenant les « Investment Funds ». Ce sont les Investment Trusts constitués d'après le « Contractual type », tel que nous l'avons défini plus haut.

Leur portefeuille peut être soit du type général, soit du type spécialisé, et la gestion peut en être plus ou moins libre, et, dans ce cas, c'est, non dans des statuts, mais dans « l'Indenture » ou « Trust agreement » qu'il faudra rechercher le nombre et l'étendue des limitations imposées aux gérants. Mais comme c'est aussi sur le « Contractual type » que les « Fixed » ou « Rigid » Investment Trusts sont constitués, nous allons, pour éviter des répétitions, suivant notre plan, étudier ces derniers, appelés aussi « Unit series » en signalant, au fur et à mesure, ce qui peut se rapporter aux « Fund group ».

Il reste bien peu de chose du type britannique dans ces Investment Trusts américains qui ont un portefeuille d'une composition à peu près immuable. Toutes les pratiques que les comités de gestion anglais se font un honneur de suivre, sont ici laissés de côté, et tous les principes qu'ils avaient cru devoir formuler sont interprétés de façon toute nouvelle. Nous avons indiqué sur quels fondements la théorie des portefeuilles fixes avait été assise. C'est pour obtenir l'élimination du risque humain, contenu, dans toute gestion, que cette rigidité a été adoptée. On fait remarquer souvent que c'est aussi le seul type de portefeuille qui permette au souscripteur de connaître exactement son contenu, et donc de vérifier si le prix de souscription n'est pas exagéré.

Malgré cela les « Fixed Investment Trusts » n'ont pas connu le grand succès remporté par ceux qui sont l'objet d'une gestion plus ou moins libre, et dont les portefeuilles subissent de fréquentes et utiles modifications.

Pour comprendre le fonctionnement de ce type d'Investment Trust, il est indispensable d'en rechercher sommairement la constitution, la structure. Il est créé par l'effet d'un contrat, inconnu de notre droit, avons-nous dit, le contrat de « Trust ». Le fondateur, en général, est une société, souvent spécialisée dans ce genre d'affaires, qui constitue de ses propres deniers, le portefeuille; ce fondateur signe ensuite un « Trust agreement » avec une Banque ou tout autre société qui prend possession matériellement du portefeuille et en a la garde, c'est le « Trustee ». En vertu du Trust agreement, le « Trustee » émet des certificats, 1.000 par exemple ou 2.000 par portefeuille ou « bloc » de titres, qui donneront aux porteurs sur ce bloc et sur ses revenus un droit de propriété

de $\frac{1}{1.000}$, $\frac{1}{2.000}$.

Ces certificats de participation ont une nature spéciale qui ne les fait ressembler ni aux actions, ni aux obligations. Ce sont de simples titres de propriété mobilière sans aucun droit de vote et sans revenu garanti. C'est la Société Trustee qui est en contact avec le public, vend les certificats, partage

les revenus et, ainsi que nous le verrons, rembourse les certificats dont les porteurs demandent le remboursement. Le groupe fondateur a terminé en principe sa mission dès le moment où l'Investment Trust a pris naissance. Pour lui en effet, la période active a été celle où il a fallu étudier un certain nombre de valeurs et en faire un choix en procédant selon les règles de composition de portefeuille préalablement arrêtées. Constatons à ce sujet que la rigidité de ces « blocs » ou « Unit Series » modifie ou heurte, selon les cas, les principes de placement que nous avons rencontrés jusqu'ici.

Ce qui frappe tout d'abord dans ce type rigide de société de placement, c'est le petit nombre de valeurs recherchées, la moyenne étant de 30 environ. Ces trente valeurs seront en principe les meilleures, les « leaders », prises dans les branches les plus représentatives de l'activité économique. Il n'en est pas moins vrai que les modes de répartition des placements n'y sont point observés. Le mode le plus généralement écarté est celui qui est basé sur la répartition géographique internationale. Les entreprises nationales (américaines) sont le plus souvent seules représentées pour la raison que pour elles seules existent des sources d'information complètes et sûres; de plus certaines d'entre elles ont une activité vraiment internationale et un rayon d'action qui dépassent les frontières politiques. La qualité première de ces valeurs peu nombreuses figurant dans les portefeuilles rigides est, dans l'opinion des partisans de ce système, qu'elles représentent chacune une des « industries de base ». Le nom même de l'un de ces Investment Trusts est typique à ce sujet « American Basic Business Shares Corporation ». On ne cherche alors point un grand fractionnement des placements; il suffit de répartir le capital dans ces quelques affaires dont l'essor ou le dépérissement se communique inéluctablement, en cas de crise, aux autres entreprises du pays; ce sont, en quelque sorte des points stratégiques qu'il suffit d'occuper, en se désintéressant du champ, trop vaste, envahi par une foule d'affaires disparates et difficiles à connaître. L'utilité de la diversification des placements n'est point niée, dans cette manière de faire, mais on l'interprète de façon assez particuliè-

re. D'autre part, presque tous les promoteurs des « Fixed Investment Trusts » ont adopté les conclusions de M. Lawrence Smith sur l'excellence des actions en matière de placement à long terme et les portefeuilles de type rigide ne contiennent presque uniquement que des « Common Stocks ». Dans certains cas même, on ajoute à la théorie de M. Smith qu'il est inutile pour un Investment Trust de constituer des réserves lorsqu'il n'a en portefeuille que des actions; cela ferait double emploi avec les réserves que toutes les Compagnies industrielles représentées par ces actions ne manquent point de faire, et sur lesquelles tout actionnaire est en droit de compter; tout au plus admet-on de faibles réserves, faisant fonction de caisse pour régulariser les bénéfices de l'Investment Trust d'une année à l'autre. Le portefeuille ainsi constitué a fort peu de ressemblance avec celui de l'Investment Trust anglais.

On le dépose dans les coffres de la Société « Trustee ». Les créateurs de l'Investment ont, à ce moment, accompli le plus gros de leur tâche. Ce sont eux cependant et non le « Trustee » qui ont par la suite la charge d'apporter au portefeuille les modifications que l'on ne peut éviter de faire et que, même dans le type le plus rigide, il faut prévoir. Le remploi des fonds provenant d'une partie du capital est toujours soigneusement déterminé dans l'« Indenture ». Les valeurs qui pourront être ainsi recherchées sont en petit nombre, toujours énumérées et parfois classées par ordre de mérite, si bien que l'initiative de ces gérants n'a qu'assez peu l'occasion de se manifester, car la fixité n'est, certainement, pas absolue dans tous ces portefeuilles et on peut en trouver des degrés divers. On rencontre ainsi certaines clauses autorisant les gérants à vendre des titres, mais des conditions sont posées pour déterminer l'opportunité de ces ventes. Dans d'autres cas on fait un certain crédit à leur jugement et les conditions imposées sont un peu moins strictes.

Pour le remploi des fonds ainsi obtenus un système auquel on a souvent recours est celui dit de la « liste réserve ». La liste-réserve est une liste de valeurs contenue dans l'« Indenture », tout comme celle des valeurs en portefeuille. El-

les ont toutes deux été arrêtées définitivement le même jour, et la liste réserve sert, comme son nom l'indique, à déterminer les titres à acheter en cas de remploi; un système un peu plus souple est celui qu'a adopté l'« Investment Trust of New-York » qui ne veut pas d'une liste réserve composée à l'avance, « Dans le but de donner à nos souscripteurs une sécurité permanente et de les informer à l'avance, de l'emploi possible qui pourra être fait de leurs capitaux, cette garantie supplémentaire a été créée : tous les six mois, trois nouvelles actions pourront être admises, par substitution sur la liste réserve, afin d'y maintenir le degré élevé de sécurité actuel. Avis de ce changement projeté sera donné selon la manière indiquée dans le « Trust Indenture » aux porteurs de certificats qui auront à voter sur ce point ». C'est un des rares cas, et c'est pourquoi nous avons tenu à le signaler, dans lequel les porteurs de certificats d'un « Contractual Investment Trust » participent à la vie active de la Société.

Dans le cas d'un « Investment Fund », la nature du contrat qui lie les trois parties en présence est la même, mais le type de portefeuille recherché étant différent, il faut faire quelques observations se rapportant uniquement au « Fund group ». Lors de la création d'un Investment Trust de ce type, on ne constitue point en général, tout d'abord, le portefeuille. Le depositor rédige le « Trust Indenture » en énumérant avec soin les diverses caractéristiques qu'il compte donner au portefeuille en précisant le type auquel il s'est arrêté, et la gestion plus ou moins libre qu'il s'engage à lui donner. Les certificats de participation sont alors émis et le Depositor, dès qu'une certaine somme entre dans la caisse du « Trustee » commence à donner les ordres d'achats, et à constituer le portefeuille, dont la garde matérielle incombe toujours au Trustee.

Par la suite, aux termes mêmes du contrat qui le lie, le « Depositor » devra s'occuper de ce portefeuille, y faire tous les changements nécessaires, et pour cela entretenir au besoin des services d'études suffisants. En un mot la fonction qui lui incombe est celle même des comités de gestion des Investment Trusts du type britannique. Les limitations de gestion,

que le « Depositor » s'est lui-même imposées, sont irrévocablement fixées et contenues dans le contrat « d'agreement of Trust ».

La fonction de Trustee dans ces cas consiste dans .

— La garde matérielle des titres.

— L'exécution des ordres donnés par le Depositor, qui n'assume dans la gestion que les fonctions de pure direction.

— L'émission des certificats de participation où l'existence même du portefeuille est garantie par le Trustee aux souscripteurs.

— L'encaissement de tous les revenus du portefeuille et le service de toutes les charges, (entre autres le partage entre les porteurs de certificats des bénéfices de l'exploitation).

— Les opérations de liquidation de l'actif lorsque le contrat arrive à sa fin.

En somme tout le travail matériel, administratif, est le fait du Trustee. Ce travail lui est tracé, soit par les termes mêmes du « Trust agreement », soit, en cas de gestion, par les ordres qu'il reçoit du « Depositor »; aucune initiative ne doit être attendue de lui; il est un simple instrument d'exécution, auquel l'on ne demande que des opérations exactes et sincères.

Le groupe des participants, par le seul fait de l'achat des certificats, devient partie au contrat de « Trust agreement » qui est alors parfait. Ces certificats de participation, comme nous l'avons indiqué, ne peuvent être assimilés ni à des actions ni à des obligations. Dans le cas d'un portefeuille très rigide, les certificats ne sont en quelque sorte que de simples « reçus » des « Units » ou blocs de valeurs mobilières, reçus de dépôt que le Trustee délivre après les avoir certifiés exacts et qui donnent droit à la livraison matérielle du bloc, si les souscripteurs le demandent. Mais dans le cas d'un portefeuille moins rigide, où certaines modifications du bloc initial sont permises, ainsi qu'il en est pour tous les « Fund group », cette notion de reçu ne peut plus s'appliquer exactement, le bloc ayant un contenu variable et la livraison matérielle étant très souvent remplacée par le remboursement ou rachat d'après la valeur boursière des titres figurant dans le « Fund ». Le certificat de participation constate alors ma-

tériellement un simple droit de propriété mobilière indivise, en même temps qu'il prive le porteur de la plupart des attributs ordinaires attachés à tout droit de propriété puisque contractuellement ce dernier s'en remet, soit au Depositor soit au Trustee pour l'aménagement et l'administration de son bien; nous avons signalé une exception, et l'on en rencontre peu d'autres, où les porteurs ont le droit de s'assembler pour voter une décision. En règle générale, on peut dire que le rôle des porteurs est éminemment passif. Leur seule ressource s'ils sont inquiets de l'avenir est soit de demander la livraison des blocs, soit d'en réclamer le remboursement, ou naturellement de vendre leurs certificats de participation, qui se négocient et peuvent avoir un cours comme une simple valeur mobilière.

Les souscripteurs d'un « Contractual Investment Trust » ont tous, en principe, des droits égaux dans le fonds commun. Voici à ce sujet quels sont les termes d'une note publiée par « l'Investment Managers Company » (nous semble-t-il) :

« Le motif qui a inspiré la formation de notre Compagnie a été de considérer sous un angle unique l'intérêt des capitalistes et de regarder toutes les personnes qui font gérer leur argent par la Compagnie comme également qualifiées pour profiter au maximum des résultats que celle-ci pourra obtenir pour eux, sans jamais risquer leurs capitaux dans des spéculations hasardeuses. La Compagnie ne veut pas faire de distinction entre les capitalistes soi-disant mieux informés et ceux qui le sont moins. Elle n'admet pas que les derniers doivent se contenter d'un revenu plus faible que les autres.

Pour la portion de son avoir qu'un capitaliste quel qu'il soit, confie à la gestion de notre Compagnie, le but de celle-ci est que tous bénéficient du même traitement.

Cet objectif exclut évidemment la possibilité d'émettre des « debentures », des actions de préférence, et des actions ordinaires, car ces titres, jouissant de privilèges différents, les intérêts de leurs possesseurs s'opposent les uns aux autres ».

La règle contenue dans le dernier alinéa peut être consi-

déréc comme s'étendant à la généralité des « Contractual type ». Il y a cependant quelques exceptions et l'on rencontre des cas où il y a deux classes A et B de certificats pour le même portefeuille, la classe A jouissant d'un traitement préférentiel et la classe B représentant le « Common Stock ». C'est principalement dans le « Fund group », que l'on trouvera ce genre d'émission.

Les certificats de participation, soit au porteur, soit nominatifs, sont négociables, mais la caractéristique qui les différencie des titres mobiliers ordinaires, est la faculté d'échange ou de remboursement qui est donnée contractuellement à tout porteur.

La faculté d'échange n'existe que pour les types les plus rigides, les « Unit series » mais naturellement il faut présenter au Trustee le total des certificats émis pour chaque « Unit » pour se voir délivrer matériellement les valeurs mobilières énumérées dans « l'Indenture ».

La faculté de remboursement n'est naturellement pas soumise à une condition aussi dure, elle est accordée dans de nombreux « Contractual Trusts » du type rigide ou du « Fund group ». Un préavis est toujours exigé. De plus le remboursement ne peut se faire en général que pour un minimum de certificats, 10, par exemple. Le montant du remboursement est toujours à calculer, il ne peut être fixé d'avance. C'est la valeur de liquidation du portefeuille au jour du remboursement qui doit en effet être seule prise en considération. Dans le « Trust agreement » on trouve soigneusement décrite la méthode à employer pour l'évaluation du portefeuille, ainsi que les éléments de base auxquels on aura recours. Le remboursement, comme l'échange a pour but de permettre au souscripteur de retirer sa part à tout instant, mais de la retirer dans l'état où elle se trouve. En vendant le certificat il pourrait peut-être ne pas retirer la valeur exacte de l'actif y correspondant, tandis qu'en s'adressant au Trustee, c'est le dépôt, ou la valeur même de ce dépôt qui est remis, en faisant cesser l'état d'indivision. L'actionnaire d'un « Statutory Investment Trust » n'a pas à sa disposition un tel moyen de réaliser sa position. Cette faculté d'échange ou

de remboursement permet de rapprocher à tout instant la valeur boursière d'un certificat de ces Investment Trusts et sa valeur réelle. Cela agit comme un mode de contrôle qui peut avoir un effet salubre à l'égard des tentatives de la spéculation sur ces titres.

La rigidité du portefeuille et l'absence de gestion rend impossible, chez les « Fixed Investment Trusts » la constitution de réserves. Il n'est point question ici, comme chez les compagnies anglaises, d'une politique suivie de réserves importantes. Remarquons d'ailleurs qu'aucune vente de titres n'étant en principe permise, on ne peut distinguer entre les revenus et les profits du portefeuille, exception faite cependant pour les divers droits de souscription qui peuvent être offerts à l'Investment Trust; dans ce cas, le droit est vendu et le prix en est distribué avec les sommes retirées des coupons. Telle est, du moins, la méthode pour les types les plus rigides. On trouve aussi parfois des compagnies constituant quelques réserves, peu importantes d'ailleurs, qui servent uniquement à régulariser, d'une année à l'autre, les dividendes servis par l'Investment Trust. C'est l'absence de gestion qui certainement pousse à rejeter toute méthode de réserves; car dans les sociétés du « Fund group » qui sont de la même forme juridique « contractual », il existe des réserves; elles sont assimilées, pour leur placement, à l'ensemble des ressources et viennent ainsi grossir le portefeuille, qu'il soit général ou spécialisé. Mais quel emploi faire des réserves que l'on constituerait en marge d'une « Unit serie » dont le dosage et l'équilibre sont déclarés immuables; il n'y a point de place pour la moindre valeur nouvelle. Et une réserve en argent liquide étant peu avantageuse, on en vient à distribuer intégralement tous les produits du portefeuille entre les participants.

Le « Fixed type » se distingue encore des autres Investment Trusts en ce qu'il n'y est jamais fait usage d'émission d'obligations; on n'utilise jamais l'emprunt comme source supplémentaire de ressources et de moyen d'action. Ce n'est pas que la forme juridique du « Trust agreement » s'y oppose, puisqu'on trouve parfois dans le « Fund group »

des émissions importantes d'obligations. La raison semble plutôt devoir en être recherchée dans l'opinion courante qui fait apparaître le portefeuille d'une « Unit serie » comme la garantie, le gage spécialement affecté aux certificats émis. Cette conception d'un gage ainsi contractuellement réservé s'accorde d'ailleurs très bien avec la pratique de l'échange en nature ou du remboursement des certificats. Pour que ces opérations d'annulations puissent se faire aisément il faut évidemment qu'aucun passif n'ait été créé à la charge de « l'Unit série ».

Parfois, et cela coïncide avec un « embryon » de gestion on trouve dans le contrat des dispositions prévoyant et autorisant des emprunts. Telle compagnie, par exemple, ne vendra pas les droits de souscription que le portefeuille reçoit de certains titres ; pour pouvoir les employer lui-même, il faut qu'il puisse se procurer de l'argent ; cela, l'emprunt seul le permet.

Pour terminer cet essai de classification, voici une liste empruntée à l'ouvrage de M. Fowler, de quelques-uns des Investment Trusts américains, ayant un capital supérieur à 1 million de dollars. Cette liste indique leur nature juridique, le capital initial, et le type de portefeuille réalisé :

Alexander Fund	C 1 540 000 gen.
American Trustee Share Corp.	C 9 750 000 com. st.
Bond Investment Trust.	C 6 427 000 Bonds
Continental securities Corp.	S 8 752 000 gen.
Domestic and foreign Investors Corp.	S 3 050 000 gen.
Eastern Bankers Corp.	S 1 950 000 Fin.
Financial Investing Corp. New-York	S 1 813 000 gen.
First federal foreign Invest. Trust	S 4 000 000 gen.
General American Investor C ^o	S 9 010 000 gen.
Incorporated Investor C ^o	S 3 050 000 com. st.
Ireland Investors	S 1 065 000 com. st.
Insuranshares Corp.	C 4 150 000 Fin.
Internat. Securities Corp. of America	S 44 500 000 gen.
Investment Managers C ^o	C 15 000 000 com. st.
Investors Corp.	S 2 300 000 gen.

Investors Equity C°	S	9 255 000	gen.
Investors Trustee Foundation of U. S.	C	1 350 000	com. st.
Kidder participations	S	10 000 000	gen.
Massachussets Investors Trust.	S	4 000 000	com. st.
Morristown Securities Corp.	S	2 000 000	gen.
New-England Investment Trust	C	5 500 000	com. st.
Pacific Investment Corp.	S	3 750 000	gen.
Second International Securities Corp.	S	15 000 000	gen.
Securities Management C°	C	2 372 000	gen.
Shawmut Bond Investment Trust	S	6 000 000	gen.
Standard Investing Corp.	S	5 900 000	gen.
United States Shares corp.	C	1 220 000	varié
U. S. and foreign Securities Corp.	S	30 000 000	gen.

Abréviations. — S : Statutory type ; C : Contractual type ; Com. st. : Common Stock Investment Trust ; Fin. : Financial Investment Trust ; gen. : General Investment Trust.

III

L'expérience américaine et ses enseignements

Loin de révéler, comme l'étude des Investment Trusts anglais un faisceau de tendances et de principes bien coordonnés assurant la réalisation parfaite d'un type unique d'Investment Trust, l'étude des applications américaines de la notion de société de placement montre au contraire une grande diversité de réalisations, conséquence d'une sorte d'anarchie des principes eux-mêmes. Aux Etats-Unis, l'effet de la concurrence entre les groupes promoteurs d'Investment Trusts n'a pas été l'amélioration constante d'une même formule qui se serait enrichie petit à petit des leçons des faits, et des idées nouvelles et fécondes de directeurs avisés; cette concurrence a provoqué au contraire une réelle multiplicité de formules diverses, de combinaisons offertes au public, et sous la même étiquette des types très variés ont pris place. On n'a point cherché à affiner, à perfectionner un instrument déjà connu et éprouvé, on a cherché au contraire, et

on a créé, non pas un mais plusieurs instruments totalement nouveaux. Nous allons reprendre un à un ce que nous avons appelé les principes d'organisation et de gestion enseignés par l'expérience anglaise et nous allons voir ce que quelques années d'existence en Amérique en ont fait, et ce qu'il en reste.

A. — *Les Conseils de Direction.*

Ce sont eux qui assurent la gestion du portefeuille. Les conseils anglais sont maintenant composés de telle façon qu'aucune influence étrangère, en pratique, n'y peut dominer ; il y a eu véritablement « divorce » entre eux et les autres groupes d'activité financière. Il en résulte une grande et précieuse indépendance.

Aux Etats-Unis les organismes chargés de la création et de la gestion des portefeuilles sont loin de présenter ce caractère. Au contraire, l'influence des divers milieux financiers est considérée, prise comme un haut patronage, une référence et les interventions d'un groupe de banquiers dans les affaires d'un Investment Trust soit lors de la création, soit plus tard sont présentées, du moins l'étaient avant la crise de 1929 comme un élément important de confiance. C'est là cependant l'occasion et la cause d'entraînements regrettables. Il n'y a pas encore aux Etats-Unis une classe de financiers, d'hommes nettement spécialisés dans la gestion des portefeuilles, sans autres préoccupations, ni intérêts, tels que l'on en trouve à Londres ou en Ecosse. Il faut remonter avant la « Baring Crisis » pour rencontrer en Angleterre des comités de Direction présentant encore de pareils défauts. A notre avis les habitudes américaines, sur ce point, marquent nettement un recul sur la coutume anglaise.

B. — *La publicité des portefeuilles.*

Nous avons vu qu'à ce sujet, les méthodes les plus diverses sont employées. Dans les portefeuilles soumis à une gestion plus ou moins libre et active (ceux qui sont les plus proches

du modèle anglais) c'est la non publicité qui est la solution la plus fréquemment adoptée. Par contre, pour les « Unit series » rendre public le contenu du portefeuille est l'acte essentiel imposé au Trustee. Il est à remarquer que certains Etats particuliers, comme l'Utah, où les législateurs ne sont pas favorables aux Investment Trusts, ont voulu faire de la publicité des valeurs en portefeuille une disposition légale d'ordre public.

C. — *Structure du Capital social.*

Il est impossible en cette matière, de dégager, comme on a pu le faire pour les Investment Trusts anglais, une règle générale, une structure-type du capital social. Chaque Investment Trust procède, pour constituer son capital, comme il l'entend, et paraît presque rechercher le plus d'originalité possible.

Il y a tout d'abord le groupe des « Fixed Portfolios » qui s'en tient à une seule classe de certificats de participation ; très peu d'entre eux, avons-nous dit, ont recours à l'emprunt.

Pour tous les autres Investment Trusts, c'est au moyen d'émissions soit d'actions, soit d'obligations, que le capital nécessaire est réuni. La formule type anglaise : 3 obligations, 2 actions de préférence, 1 action ordinaire, n'a pas eu grand succès aux Etats-Unis. En général la charge obligataire y est beaucoup plus lourde ; par contre il est des compagnies du « statutory type » qui, mettant en pratique, la théorie que nous avons signalée de « l'Investment Managers Co » n'émettent que des actions. Dans nombre de cas il est fait emploi de plus de trois formes de titres, ou plutôt il est émis plusieurs classes d'un même genre de titres, chaque classe ayant une garantie ou un privilège particulier. C'est ainsi que l'on rencontre des actions de première, de deuxième préférence, des actions ordinaires A et des ordinaires B. L'avantage des actions de préférence réside dans une distribution privilégiée de dividendes. Quant aux actions ordinaires elles sont souvent de deux classes, dont l'une est fréquemment entièrement réservée aux fondateurs-directeurs lesquels n'ont aucun sa-

laire apparent mais détiennent ce paquet d'actions munies de privilèges spéciaux, tant du point de vue droit de vote aux assemblées, que de celui de la répartition des super-bénéfices; ils peuvent, avec une mise relativement peu importante, conserver le contrôle de l'Investment Trust et s'approprier une marge très importante des bénéfices (1).

Cette diversité des titres émis ne serait peut-être pas très critiquable, (certains la justifient par la variété des besoins du public américain) si elle jouait dans les limites d'une formule, analogue à celle que nous avons indiquée pour les sociétés anglaises et qui donnent une très grande sécurité aux obligataires. La caractéristique de la plupart des Investment Trusts américains, de ce point de vue, est en effet la faible protection que la quantité des actions donne aux porteurs d'obligations. En cas de liquidation en période crise, le remboursement des obligations pourrait, de ce fait, devenir difficile; parce que, en outre, le principe anglais d'accumulation de réserves n'est guère plus appliqué.

D. — Le placement du capital selon certains modes de répartition.

Il n'est pas besoin de reprendre ici les diverses théories américaines qui ont présidé à l'aménagement des portefeuilles généraux et des portefeuilles spécialisés, pour constater une fois de plus combien a été peu écoutée outre-Atlantique la leçon de l'expérience anglaise. Alors qu'à Londres les Comités de Direction s'efforcent d'assurer simultanément d'une part la diversification la plus large, la plus complète des placements et d'autre part l'étude sérieuse de chacun d'eux, sans accorder de préférence à l'un ou à l'autre de ces deux principes, aux Etats-Unis la recherche d'une répartition étendue est délibérément laissée de côté. L'un des principes

(1) Il faut reconnaître qu'il y a une contre partie à ces avantages : ces fondateurs-directeurs, ne détenant que des actions ordinaires prennent le risque de voir, en temps de crise, leur capital fortement réduit, pour une période plus ou moins longue, afin de pouvoir assurer le service des actions de préférence détenues par le public, client de l'Investment Trust.

essentiels, à notre avis, de la notion de société de placement est alors violé. Un « Single Industry Investment Trust » même s'il s'agit d'une excellente industrie de base, ne compense point et laisse subsister intact un ensemble de risques tel que ce genre d'Investment Trust ne présente plus que très faiblement les caractères d'une réelle société de placement. Il en est de même pour les « Common Stocks Investment Trust » qui appliquent aveuglément les théories de Mr. L. Smith. Pour le porteur les avantages de l'action sur l'obligation sont incontestables, en période de baisse du pouvoir d'achat de la monnaie : au contraire en période de hausse de ce pouvoir d'achat, c'est-à-dire lorsque baisse le prix des denrées, le créancier obligataire retire de son contrat une rente supplémentaire, aussi les obligations ne doivent point être dédaignées. Une Société de placement doit rechercher « les obligations pour la sécurité — les bons à court terme pour la liquidité — les actions privilégiées pour leurs dividendes — les actions ordinaires pour les profits » ainsi que le « Mutual Investment Trust » s'engageait à le faire en 1927. La répartition géographique internationale n'est guère plus en honneur aux Etats-Unis, où de nombreux portefeuilles ne contiennent que des valeurs nationales (ou canadiennes). Le fait que les titres achetés sont émis par des entreprises ayant une activité internationale corrige, dans une certaine mesure, ce défaut de l'aménagement d'un portefeuille. Cette répartition peu poussée des placements rappelle la composition des portefeuilles anglais, avant la Baring Crisis. En cette matière par conséquent, les méthodes américaines marquent encore un âge que les Investment Trusts britanniques ont vécu depuis longtemps.

E. — *Les Bénéfices tirés du portefeuille.*

Les recettes des Investment Trusts américains sont tirées des deux mêmes sources que nous avons indiquées pour les sociétés britanniques :

1° Les coupons échus des titres en leur possession.

2° Les profits réalisés lors d'une vente de ces titres ; à moins qu'il ne s'agisse d'un portefeuille « d'Unit Serie »,

dans ce cas aucune vente n'étant permise en principe, la réalisation des profits, s'il y en a, ne peut se faire qu'à la liquidation opérée au terme du contrat, et les profits confondus avec le capital, sont alors partagés en même temps que lui.

Ce qui caractérise les sociétés américaines, c'est la masse importante de recettes produite par les profits sur réalisation. Nous avons indiqué plus haut, pour quatre d'entre elles, le rapport des profits aux dividendes encaissés, il est de $\frac{2}{1}$. On ne peut naturellement appliquer ce rapport à tous les autres portefeuilles, car là aussi, la plus grande diversité règne, mais on peut affirmer qu'il ne s'agit point de cas exceptionnels dans la période 1924-1929, et que ce taux est parfois dépassé. La moyenne correspondante donnée pour exemple d'un portefeuille britannique était de $\frac{1}{8}$, le simple rapprochement de ces deux rapports marque suffisamment combien sont différents les buts poursuivis et les résultats obtenus. C'est le signe d'opérations spéculatives, heureuses sans doute, mais trop fréquentes et déplacées dans une société de placement.

Les recettes servent tout d'abord à faire honneur aux engagements de la société, c'est-à-dire à assurer le service des emprunts s'il en a été faits : intérêts aux obligataires, et amortissement. Il y a à côté de ces charges sociales, une deuxième source de dépenses qui consiste dans les frais d'administration du portefeuille. Il faut faire ici une distinction. Les frais d'administration dont nous voulons parler sont ceux qui laissent une trace comptable. Ils ne représentent presque jamais le cout réel des services nécessaires à la gestion. En Angleterre, on peut savoir exactement, de nos jours, le prix de revient des différents services qui assurent l'organisation et la vie d'un Investment Trust. Pour les sociétés américaines on publie aussi les chiffres, on trouve bien des indications sur le taux de ces frais par rapport aux ressources sociales, mais il est permis de douter que cela corresponde toujours à la réalité, car, avec les avantages que se réservent les fondateurs, qui savent presque toujours rester

les administrateurs, toute une partie de la rémunération des services qu'ils rendent, reste délicate à évaluer.

L'ont peut ainsi distinguer quatre types de rémunération, dont certains méritent plutôt le nom de privilège.

1. — Vente des titres émis par l'Investment Trust, c'est le mode ordinaire de rémunération pour les « Fixed portfolios ». Le prix de vente de chaque « Unit Serie » est fixé plus haut que le prix de revient et la différence reste au bénéfice des organisateurs; le Trustee ayant en général un salaire fixe peu élevé.

2. — Les comités de gestion se réservent une classe d'actions leur assurant la majorité des voix et donnant droit à des dividendes spéciaux. Cela constitue des avantages financiers appréciables, mais du point de vue comptable, on ne peut voir là ni un salaire, ni une indemnité.

3. — Il en est de même pour la réserve d'un droit de souscription à un prix spécial, aux émissions faites par l'Investment Trust.

4. — Vient enfin le mode de rémunération officielle sous forme de participation directe aux bénéfices. Ce dernier mode est le seul qui permette de connaître exactement le prix du service fourni, le mode de rémunération forfaitaire adopté en Angleterre étant peu répandu aux Etats-Unis. Le taux de cette participation varie d'une société à l'autre; il est généralement compris entre 5 et 10 % des bénéfices nets de l'exercice. Ce sont des frais d'administration de cette nature que nous voulons parler. Ce sont les seuls qui constituent une dépense que l'Investment Trust couvre par un prélèvement sur ces recettes, et qui laissent une trace apparente dans les livres de compte.

Les bénéfices disponibles pour les réserves, s'il en est constitué, et pour les actionnaires comprennent tout ce qui reste des recettes des deux sources, les charges et les frais une fois payés.

F. — *Les réserves.*

Le plus souvent les Investment Trusts américains ne distinguent point, dans les bénéfices disponibles, ceux qui représentent le revenu normal d'un portefeuille (tiré des coupons échus) de ceux qui sont dus à des réalisations avantageuses de titres. La sage pratique anglaise qui tient des comptes distincts pour chacun d'eux et à qui est due la masse importante des réserves accumulées est très peu suivie aux États-Unis. Un motif d'ordre fiscal est souvent donné pour expliquer cette confusion des recettes en un seul chapitre. Tandis qu'en Angleterre les profits sur réalisation ne sont point imposables comme ne constituant pas par leur nature, un véritable revenu, au contraire le fisc américain leur applique le taux ordinaire de l'impôt sur le revenu, les assimilant au revenu normal d'un portefeuille. Cet argument tiré de la fiscalité a peu de valeur, car cela ne devrait point empêcher que ces profits aillent comme en Grande Bretagne, grossir les réserves des Investment Trusts, ce qui est le but réel des deux comptes différents de recettes préconisées par la méthode anglaise. La véritable cause de cette confusion des recettes à notre avis, est que, jusqu'en 1929, personne, aussi bien parmi la clientèle des Investment Trusts que parmi les dirigeants, ne croyait profondément à la nécessité de réserves très importantes. Combien était séduisante, et demandait peu d'efforts, la théorie qui établissait la légitimité et promettait la régularité dans l'avenir, des plus values sur les actions industrielles. De plus, les seuls qui, par leur profession, auraient dû faire preuve d'esprit critique, sont les dirigeants, les administrateurs des Investment Trusts dont les intérêts précisément, exigent de faire apparaître, à chaque exercice, un très important bénéfice comptable. En général, en effet, les actions qu'ils se sont réservées ne donnent droit qu'au partage de « super-bénéfices », et il importe pour eux, que le bilan révèle une masse importante disponible pour ce partage, plutôt que des virements aux comptes « Réserves ». Au début des Investment Trusts anglais, souvenons-nous que des abus de même origine s'étaient produits, qui avaient entraî-

né la suppression des parts de fondateurs, et, plus généralement, de tous avantages privilégiés réservés aux comités de direction.

Peut-être en sera-t-il de même pour les Investment Trusts américains, dont beaucoup n'ont pas plus de quatre ans d'existence.

D'ailleurs, c'est moins le fait même de ne pas avoir d'importantes réserves qui doit être reproché à ces jeunes sociétés, (il a fallu de nombreuses années aux sociétés anglaises pour accumuler les leurs) que le fait de ne point accepter, comme un principe essentiel la nécessité d'en constituer.

Ce n'est point la coutume aux Etats-Unis qui dicte leur méthode de gestion aux dirigeants des Investment Trusts, ce sont les « Trust Indentures » ou les statuts qui les obligent seuls ; or, les uns comme les autres se montrent, sauf quelques exceptions, peu exigeants au sujet des réserves. Nous avons déjà dit que les « Unit Series » ne possédaient jamais de réserves, mais que dans quelques « contractual Investment Trusts » d'un type un peu moins rigide, on trouvait, sous le nom de réserves, un compte spécial, alimenté par des prélèvements annuels dont le but était de permettre la distribution régulière des bénéfices. Si l'on considère ensuite les sociétés soumises à un « general management », c'est parmi les Investment Trusts émettant des obligations que l'on rencontre le plus fréquemment des clauses prévoyant et réglementant un système de Réserves. Dans ces cas, il est alors indispensable, pour donner quelque garantie à ces obligations, de promettre et d'organiser statutairement, le fonctionnement d'un compte « Réserves ». Mais on ne trouvera que rarement des prescriptions instituant une politique de réserves aussi conservatrice qu'en Angleterre. Le plus souvent c'est sous la forme de pourcentages que cette réglementation intervient. On fixe un premier taux pour déterminer l'importance des prélèvements annuels à effectuer pour le compte « Réserves » sur les bénéfices disponibles avant distribution aux actionnaires (généralement 1/10). Ensuite on limite l'importance des Réserves par rapport au capital de l'Investment Trust. Pour « l'Ireland Investor Corp » on a jugé qu'il suffisait que

les Réserves atteignent 20 % du capital émis ; pour « l'American and Scottish Investment Corp. » elles doivent atteindre 30 % du capital actions de la Société.

Ce ne sont sans doute que des minima exigés, mais il est probable qu'ils représenteront presque toujours l'importance réelle des réserves accumulées.

Les mêmes principes qui, en Angleterre, sont considérés comme essentiels au bon fonctionnement des Investment Trusts, sont donc aux Etats-Unis, nettement mis en doute ou interprétés trop librement. Aussi les nombreuses sociétés américaines établies sur de telles bases, bien que portant le même nom que les Investment Trusts anglais, sont loin de s'identifier avec eux. De l'étude que l'on en peut faire on ne peut tirer aucun enseignement positif nouveau, mais bien plutôt une leçon des erreurs et des défauts qui guettent les sociétés de placement ; si bien que l'on peut dire que l'expérience américaine continue moins l'expérience anglaise qu'elle ne la complète.

CHAPITRE III

Les Sociétés de placement dans les autres pays Etrangers

Nulle part ailleurs qu'en Angleterre et aux Etats-Unis, les principes fondamentaux de la Société de Placement n'ont en somme été mis sérieusement et délibérément à l'épreuve. Ces deux pays, seuls, présentent pour l'étude de cette question, des réalisations suffisamment nombreuses et réfléchies de ce genre de sociétés, encore inconnu sur des bien des places financières.

Réservant pour la France un chapitre spécial, nous allons dans celui-ci, rechercher principalement en Belgique, en Suisse et en Hollande, les institutions que l'on a pu créer pour y exercer une activité analogue sur quelques points à celle des Investment Trusts.

I

En Belgique

C'est dans la « Société Générale de Belgique » datant de 1882, que certains prétendent parfois reconnaître un premier essai de réalisation de société de placement, telle qu'on la conçoit actuellement. A notre avis, il paraît difficile d'assimiler, à l'un quelconque des moments de sa longue carrière,

cette compagnie financière à une société de placement véritable ; tout au plus a-t-elle pu présenter parfois quelque ressemblance partielle, avec certains Investment Trusts américains, dont la méthode de placement est précisément sujette à critiques. A l'heure actuelle la Société Générale de Belgique ne rentre manifestement pas dans le cadre de cette étude. C'est un très puissant organisme bancaire dont l'activité présente à la fois le caractère d'une banque de dépôts et celui d'une banque d'affaires. Les buts qu'elle poursuit depuis de longues années n'ont rien de commun avec ceux d'une société de placement. Par l'importance des ressources dont elle dispose, elle a, de toute nécessité, un portefeuille des plus volumineux ; mais dont la composition est loin d'offrir un moyen satisfaisant de compensation des risques. Il ne comprend presque exclusivement que des actions industrielles et ne s'intéresse pas aux valeurs à revenu fixe. De plus ses participations dans une seule affaire sont parfois importantes, et ne vont qu'à des entreprises nationales. Ce ne sont point là les caractéristiques essentielles d'un Investment Trust, mais bien celles d'une banque d'affaires intimement liée à la prospérité industrielle du pays. La Société Générale de Belgique semble cependant avoir clairement entrevu l'utilité et la formule même d'une large diversification des placements lorsque, douze ans après sa création, elle en tenta l'application par l'intermédiaire d'une de ses filiales ; celle-ci ne connut d'ailleurs pas le succès et disparut. Le but de la « Société des Capitalistes » était selon ses statuts de : « Protéger les épargnants par l'investissement de leurs ressources dans un grand nombre d'affaires en vue de prévenir les pertes que la participation à une seule entreprise pourrait entraîner.

— Fournir aux déposants à la Caisse d'Epargne les moyens d'accroître leurs revenus par le placement de leurs petites économies dans les plus importantes entreprises industrielles.

— Placer son capital dans diverses entreprises offrant des garanties de bon rendement à l'intérieur et à l'étranger.

— Avoir des participations constamment surveillées de

manière à être réparties sur le plus grand nombre possible d'affaires et toujours en rapport avec l'importance de la Société. »

C'est le programme même que les Investment Trusts, à la fin du dix-neuvième siècle ont réalisé en tous points, avec grand succès. La Société Générale de Belgique échoua cependant, et dix ans plus tard il n'était plus question de ce projet. Telle est la seule contribution de la Belgique à notre étude. Elle est sans grand intérêt pratique puisque cette « Société des Capitalistes » ne fut qu'un type exceptionnel et éphémère de la société de placement.

De nos jours, les nombreuses sociétés belges qui constituent d'importants portefeuilles de valeurs mobilières peuvent être rangées parmi les holdings de contrôle ou les compagnies de financement. Aucune n'a essayé de reprendre la tentative faite il y a près de cent ans par la « Société des Capitalistes ».

II

En Hollande

La Hollande depuis longtemps déjà possède un marché de l'argent qui révèle, une organisation financière développée et complexe, où tous les types de sociétés paraissent être représentés. Ce n'est cependant pas le cas, à notre avis, des Sociétés de Placement, les « Administratie Kantoren » cités souvent comme les précurseurs ou des proches parents des Investment Trusts ne sauraient être ainsi qualifiés. Seuls les « Fixed portfolios » peu répandus aux Etats-Unis d'ailleurs, peuvent par leur rigidité se rapprocher de ces sociétés hollandaises, mais ces dernières ne recherchent pas l'élimination des risques et ne pratiquent, à aucun degré, une méthode de répartition des placements. L'activité et le mécanisme des Administratie Kantoren consistent en ceci : Un groupe financier achète un lot important d'une valeur mobilière soit à revenu fixe soit à revenu variable, et le dépose dans une banque où il est matériellement bloqué ; un notaire as-

siste à ces opérations, les vérifie et en dresse un acte authentique. Les déposants émettent alors des certificats au porteur dont la garantie est assurée par les titres déposés, et qui donnent droit au partage intégral des revenus et du capital, sous déduction d'une légère commission au profit de l'Administration Kantoren ou comptoir d'administration. Ce dernier seul détache et encaisse les coupons, accède aux assemblées générales, si les valeurs bloquées lui en donnent le droit, en un mot, il apparaît comme le seul propriétaire des titres déposés. Les porteurs de certificats ont un rôle éminemment passif qui ne leur permet que de se présenter lors des distributions de revenus.

Parfois le lot de titres bloqués comprend plusieurs types. Ainsi les « Certificats de trois banques françaises » sont des participations à un lot ainsi composé : 1° 1000 actions du Crédit Lyonnais; 2° 1000 actions de la Banque de Paris et des Pays-Bas; 3° la même somme en actions du Comptoir National d'Escompte; il existe un autre Administration Kantoren s'intéressant à des Banques françaises, il possède : 1° 1000 actions de l'Union Parisienne; 2° 1000 actions Comptoir Lyon-Allemand. Mais les lots les plus fréquents sont composés d'une seule et même valeur.

Ceci suffit à démontrer combien ces institutions hollandaises diffèrent même des « Fixed portfolios » américains du type le plus rigide qui ont au moins le souci d'une certaine diversification des risques. On a recours aux administrations Kantoren pour le placement dans les Pays-Bas de titres étrangers qui, pour des motifs divers, seraient d'un classement direct difficile dans les portefeuilles privés. On en compte plus de 200, et en 1814 il en existait déjà.

III

En Suisse

Comme la Hollande, la Suisse présente une organisation financière moderne, les avantages fiscaux que certains cantons consentent aux diverses sociétés qui y transportent leur

siège a provoqué une véritable immigration de compagnies financières; mais on ne peut y reconnaître de véritables sociétés de placement. Ce sont presque toujours des Holdings ou des sociétés de financement témoignant d'une activité spécialisée dans une certaine branche de l'industrie et pratiquant soit une politique de contrôle de la production, soit le simple commerce d'argent d'une banque d'affaires.

Seule, à notre connaissance, la « Société financière Franco-Suisse » présente nettement aujourd'hui les caractères d'une société de placement. Fondée en 1892 par des maisons de banque suisses et françaises, elle ne pouvait au début être assimilée à un Investment Trust. Voici en effet ce que portaient ses statuts à l'origine :

« La société a pour objet principal l'acquisition doit de fonds d'Etat soit de titres ou valeurs garanties par des Etats ainsi que leur réalisation successives soit par ventes soit par conversions ou remboursements.

Elle pourra, en outre, poursuivre les opérations usuelles, commerciales ou financières qui font l'objet de l'activité normale d'un établissement de banque. »

Le but principal est donc la constitution d'un portefeuille, mais ce portefeuille ne doit comprendre que des fonds d'Etats ou des valeurs de même ordre. Aucune répartition géographique de ces placements n'est recommandée. La sécurité qu'une telle formule pouvait donner est certainement très inférieure à celle des « Bond Investment Trusts » tels qu'il s'en est constitué aux Etats-Unis. Aussi la Société Financière Franco-Suisse fut-elle durement éprouvée par les bouleversements causés par la guerre.

De plus, la formule du second paragraphe permet de faire des opérations qui vont franchement à l'encontre des seuls buts qu'une société de placement doit poursuivre. L'activité normale d'un établissement de banque comporte et provoque précisément les risques que les Investment Trusts se donnent à tâche d'éliminer, de compenser. Il est probable d'ailleurs que la Société Financière Franco-Suisse, créée par des banquiers ne fit pas d'affaires de banque et que la gestion de son portefeuille fut son unique préoccupation.

Pour effacer les pertes subies après la guerre cette société dut procéder en 1926 à une réorganisation de son capital et à un appel de fonds auprès de ses actionnaires. Mais, pour préserver l'avenir, on avait apporté, dès 1925, des modifications profondes aux statuts auxquels on attribuait, au moins, en partie, la responsabilité des dommages subis. Pour procéder à la rédaction nouvelle on s'inspira des expériences des Investment Trusts anglais et les statuts actuels permettent la composition d'un portefeuille selon les principes de toute société de placement du type classique :

« La société a pour objet principal l'administration de participations financières à l'étranger. Elle poursuit son objet :

1° par l'acquisition et la réalisation de tous titres (actions, obligations, etc...) et entre autres :

a) de fonds garantis par des Etats, villes ou communes;

b) d'obligations émises par des Compagnies de Chemin de fer jouissant d'une garantie kilométrique annuelle ou autre, donnée par un Etat ;

c) d'obligations de sociétés de crédit foncier ou de chemins de fer jouissant d'une garantie hypothécaire légalement constituée.

2° Par toutes opérations financières qui sont en rapport avec cet objet ou qui peuvent servir au placement temporaire des fonds disponibles ».

Les corrections apportées aux deux paragraphes dénotent bien, à notre avis, l'influence britannique. Le premier autorise l'achat d'actions et d'obligations, mais dans la liste, non limitative, de certaines obligations qu'il contient on retrouve non seulement une survivance des premiers statuts, mais aussi le principe anglais qui fait une grande place aux valeurs à revenu fixe dans chaque portefeuille. Le deuxième paragraphe, qui n'autorise plus les opérations financières que lorsqu'elles sont en rapport avec l'objet principal de la société a apporté une sage restriction à la trop grande liberté laissée en cette matière par la première rédaction. L'on peut dire en somme, qu'en 1925, la Société financière Franco-Suisse a été « équipée » en véritable société de placement, selon

la formule anglaise qui ne fait point usage des nombreuses limitations statutaires en honneur aux Etats-Unis.

En dehors de la Belgique et de la Suisse, nous ne croyons pas pouvoir nommer d'autre pays où la notion de société de placement, même avec bien des réserves et des restrictions, ait connu quelque essai de réalisation. Il faut cependant citer ici, après M. de Lander, un extrait du rapport annuel publié en 1928 par une société financière allemande qui aurait voulu constituer un portefeuille d'Investment Trust mais qui s'est heurtée aux exigences fiscales de l'Etat allemand. «Le Conseil continue à étudier la possibilité d'adapter le principe des Investment Trusts aux conditions qui règnent en Europe Continentale et en particulier en Allemagne. A son avis la création des sociétés spécialisées dans une branche déterminée du commerce ou de l'industrie ou uniquement constituées en vue du bénéfice de quelques fondateurs est contraire à la conception originale des Investment Trusts et ne doit pas être envisagée. D'un autre côté le poids des impôts en Allemagne rend impossible l'activité de placement d'une société anonyme tant qu'un allègement aux charges fiscales ne sera pas intervenu. Le montant des impôts payés par une société de participation allemande absorbe en effet, environ 50 % de ses bénéfices nets, alors que la même affaire, constituée en Suisse ne payerait que 2,5 ou 4 %. On peut prévoir que lorsque les difficultés fiscales seront aplanies, le Conseil sera en mesure d'offrir aux capitalistes allemands les mêmes facilités de placement que procurent depuis 70 ans, à l'épargne briannique les Investment Trusts anglais et écossais ». Ce sont aussi les exigences fiscales du budget français qui jusqu'à maintenant ont été considérées, comme le principal obstacle à l'établissement et à la prospérité des sociétés de placement en France.

De même dans le grand Duché de Luxembourg, il a été reconnu que l'importance du régime d'imposition était primordiale en matière de sociétés de participations en général, et des modifications allégeant le poids des charges fis-

cales pour ce genre de compagnies financières y ont été promulguées, le 31 juillet 1929. Le but était surtout d'attirer sur le territoire des « Holdings » mais le bénéfice de la loi s'étend indistinctement en somme à toutes les sociétés qui émettent des titres de substitution.

Voici le texte de cette loi :

« ARTICLE PREMIER. — Sera considérée comme société Holding, toute société luxembourgeoise qui a pour objet exclusif la prise de participations, sous quelque forme que ce soit, dans d'autres entreprises luxembourgeoises ou étrangères et la gestion ainsi que la mise en valeur de ces participations, de manière qu'elle n'ait pas d'activité industrielle propre et qu'elle ne tienne pas un établissement commercial ouvert au public.

« Le portefeuille des sociétés Holding peut comprendre des fonds publics luxembourgeois ou étrangers.

« La société Holding sera exempte de l'impôt sur le revenu, de la surtaxe, de l'impôt complémentaire et de l'impôt sur le coupon sans avoir droit à la restitution de l'impôt sur le coupon perçu à charges des obligations indigènes qu'elle tient en portefeuille; elle est également exonérée des centimes additionnels des communes.

« La société Holding sera assujettie aux impôts suivants :

« 1° Les actes de formation et de prorogation de la société, de même que les actes portant augmentation du capital social seront soumis au droit proportionnel, établi par les art. 40 et 41 de la loi du 23 décembre 1913, mais aux taux de 32 centimes pour cent francs seulement.

« 2° Le droit d'abonnement annuel et obligatoire à charge des titres de société, prévu par les art. 34 et suivants de la loi du 23 décembre 1913 et par l'art. 13 de la loi du 7 août 1920, est applicable aux sociétés Holding à raison de 16 centimes par 100 francs.

« 3° Le droit de timbre sur les titres émis par les sociétés Holding est dû, sous peine d'une amende d'un dixième en sus, dans les deux mois de l'enregistrement de l'acte portant créa-

tion de ces titres, au taux de 10 centimes par 100 fr. sans fraction et aux conditions établies par les art. 1 à 6 de la loi du 25 janvier 1872 et les art. 5 et 6 de la loi du 25 janvier 1872 et les art. 5 et 6 de la loi du 7 août 1920.

Le droit d'apport, la taxe d'abonnement et le droit de timbre prévus par la présente loi sont dus sur la totalité du capital de la société Holding.

« Les bases de perception de ces impôts, la fixation de leur assiette et la procédure de recouvrement sont réglées par les dispositions afférentes des lois du 25 janvier 1872, du 23 décembre 1913 et l'arrêté grand-ducal du 20 février 1914.

« Toutefois, le droit d'apport de 32 centimes par 100 fr. sera perçu sur le montant total les apports, sans distraction des charges. Le droit ainsi liquidé exclut la perception de tout autre droit à raison des dispositions concernant, soit les engagements contracés par la société envers les associés en retour de leurs apports, soit les conventions entre la société et les gérants, administrateurs ou commissaires.

« Ces trois impôts ne pourront être assujettis à des centimes additionnels au profit des communes.

« Si à une date postérieure à l'acte de constitution d'une société Holding, l'administration de l'enregistrement constate, en vérifiant les livres sans déplacement, que la société ne remplit pas ou ne remplit plus les conditions fixées par l'al. 1^{er} qui précède, les dispositions de la présente loi cesseront d'y être applicables à partir du jour de la non observation des conditions établies par l'al. 1^{er}. En outre, il sera perçu une amende fiscale de deux francs par mille francs sur le montant intégral du capital social.

« Tout refus de communiquer les livres sera puni d'une amende de 25 centimes par mille francs du même capital.

« ART. 2. — Les revenus qu'un propriétaire d'actions ou d'obligations d'une société Holding luxembourgeoise retire de ces titres sont soumis à l'impôt sur le revenu et à la surtaxe pour une fraction correspondant au revenu des titres étrangers détenus par la société Holding pourvu que le propriétaire réside dans le Grand Duché; il en sera de même

de l'impôt complémentaire qui sera dû pour la même fraction.

« Conformément aux lois du 26 novembre 1927 et du 19 juin 1929 le propriétaire d'actions ou d'obligations d'une société Holding indigène reste soumis, dans la section de sa résidence, aux centimes additionnels communaux pour l'ensemble des revenus de ces titres et de leur valeur. »

DEUXIÈME PARTIE

DEUXIEME PARTIE

Rassemblant dans cette deuxième partie les leçons que l'on peut tirer de la carrière des Investment Trusts nous allons maintenant, en faisant une sorte de synthèse des quelques principes que nous avons pu dégager, essayer de faire une étude théorique de la société de placement.

L'utilité d'une étude plus théorique que documentaire comme celle que nous allons tenter, nous paraît avoir été pour une grande part clairement dégagée par M. de Mirimonde, dans ces lignes extraites d'un article paru dans un numéro de la *Revue économique Internationale* :

« Les études publiées jusqu'à ce jour expliquent avec soin la structure des Investment Trusts leur fonctionnement, les avantages et les inconvénients de certaines formes. Au contraire, elles n'examinent que d'une manière incidente les causes qui ont déterminé la naissance et la croissance de cette institution. Pourquoi les Investment Trusts se sont développés largement, mais avec lenteur, en Angleterre ? Pourquoi n'ont-ils été créés que tardivement aux Etats-Unis et y ont-ils pullulé aussitôt ? Pourquoi en Hollande a-t-on assisté à l'éclosion du « comptoir d'administration », sortes de trusts rudimentaires ? Pourquoi en Belgique, en France et en Allemagne les sociétés de placement sont-elles si rares ?

Ces problèmes présentent le plus grand intérêt. Les conditions de milieu peuvent aider ou s'opposer au développe-

ment d'une institution ou encore lui imprimer de graves déformations. Pour répondre aux questions qui viennent d'être posées il convient de rechercher séparément quelles sont les fonctions des Investment Trusts et les traits caractéristiques des marchés auxquels ils doivent s'adapter ».

Il nous semble cependant indispensable de faire précéder cette double recherche de quelques considérations sur la nature même des sociétés de placement.

Section I

En ce qui concerne sa nature, la société de placement apparaît comme le type le plus parfait des sociétés de participation, dont le groupe comprend (il nous suffit de les nommer) les sociétés de contrôle ou « holdings » et les sociétés de financement. La caractéristique, commune à ces trois types de sociétés, réside dans la « substitution de titres » qu'elles entraînent. Il y a substitution de titres dès que l'actif social comprend un lot, si léger soit-il, de valeurs mobilières, et elle existe dans la mesure où ce portefeuille, élément de l'actif est la contrepartie des titres émis par la sociétés de elle-même. Il faut dire que les sociétés de participations ne sont pas les seules à posséder ainsi un poste « titres en portefeuille » dans leur bilan. Presque toutes les sociétés industrielles ou commerciales de nos jours emploient ainsi les fonds dont elles disposent plutôt que de les laisser improductifs, mais il n'y a là qu'une activité accessoire à l'activité principale qui est ou industrielle ou commerciale. Au contraire, les sociétés de participation n'ont, pour tout actif que les valeurs en portefeuille, qui constituent comme la matière première qu'elles ont à exploiter et dont elles doivent tirer tout leur bénéfice. Il y a cependant entre la société de placement et ses deux voisines une importante différence de degré. Les Holdings comme les sociétés de financement ne cherchent pas à développer à l'extrême leurs participations. Elles ne pratiquent la substitution de titres que dans la mesure où leur politique de contrôle ou de financement l'exige,

et entendent consacrer à cela le moins de capitaux possible. Aussi, les participations recherchées sont-elles toujours strictement limitées, quant à leur nombre, par l'objet même que la société s'est donné qui ne la fait s'intéresser qu'à certaines affaires et quant à leur importance par le souci de réaliser cet objet avec le moins de frais possible, c'est-à-dire en n'immobilisant qu'une partie du capital dont le groupe dispose. Dans le cas de la société de placement (et nous l'imaginons en ce moment telle qu'elle devrait être) il en est tout autrement. Par le moyen de la substitution de titres, elle va procurer le plus grand nombre possible de participations aux capitalistes qu'elle représente. Son intérêt est de ne négliger aucune branche de l'activité économique, à l'exception naturellement de celles qui présentent des signes certains de dépérissement. Et la seule raison qui doive l'empêcher de posséder un chiffre trop élevé de titres différents dans son portefeuille est la difficulté qu'éprouverait son service d'études financières à en assurer la révision constante. La société de placement doit tendre, en principe, à réaliser la répartition complète de ses ressources entre toutes les entreprises saines sans exception. Un nombre aussi élevé de participations ne sera jamais atteint dans la pratique, mais nous nous plaçons ici au seul point de vue théorique. Il est de l'essence de la société de placement d'avoir un portefeuille général tandis que les sociétés de contrôle ou de financement sont destinées à n'avoir que des portefeuilles, sinon spécialisés, du moins peu étendus, peu diversifiés.

Telle quelle, la société de placement mérite bien d'être considérée comme le type le plus accompli des sociétés de participation; elle seule laisse en effet au mot « participation » son sens immédiat, sa signification ordinaire, qui n'implique aucune idée de collaboration active à la gestion des entreprises dont les titres sont recherchés. De ce point de vue, la société de placement serait plus proche des compagnies d'assurances que des autres sociétés de participation. Ces compagnies sont en effet à la tête des capitaux très importants, que leur métier d'assureur accumule chaque année dans leurs caisses. Elles sont donc dans l'obligation de pla-

cer, de faire « travailler » ces capitaux, (remarquons que dans la mesure où les actions des compagnies d'assurances ont pour contre-partie ces portefeuilles, il y a une véritable substitution de titres). Le législateur, dans de nombreux états, a étroitement réglementé la composition de ces portefeuilles, mais autant qu'elles pourraient en avoir la liberté, les compagnies d'assurances ne l'utilisent jamais pour financer ou contrôler des entreprises d'exploitation industrielle ou commerciale. Ainsi doit se comporter la véritable société de placement.

Les Investment Trusts anglo-écossais nous indiquent exactement la place que ce type de société de capitaux doit occuper de nos jours parmi les diverses institutions que la vie économique moderne a fait apparaître. Ils se présentent sur le marché financier dans le choix de leurs placements, comme des « consommateurs » de valeurs mobilières et ne cherchent nullement à en faire commerce. C'est là d'ailleurs un reproche qui leur a été adressé. On leur a fait un grief de s'interposer d'une façon inutile et onéreuse entre le marché financier, constitué par les vrais marchands de valeurs mobilières, et le rentier, l'épargnant, qui en est le seul consommateur. Il est incontestable que la présence d'un Investment Trust n'augmente pas le rendement des sociétés industrielles dont les titres sont dans ses coffres, mais ce que le public de capitalistes et d'épargnants attend de la société de Placement c'est un « service » ainsi que la publicité faite en Amérique l'a souvent souligné. La formule de l'Investment Trust n'a jamais eu pour but de produire des richesses nouvelles ; de même, la Compagnie d'Assurances contre l'incendie n'a pas pour but d'enrichir le patrimoine de l'assuré en cas de sinistre. Si du point de vue général, la société de placement peut paraître dès l'abord un rouage superflu ; du point de vue de l'intérêt privé il en est autrement, par les avantages qu'elle est à même de procurer à ses bénéficiaires. D'ailleurs, la collectivité elle-même trouvera son bénéfice en fin de compte, car en protégeant les épargnants actuels, la société de placement ne peut que favoriser dans l'avenir, la formation de l'épargne. Cette considération sur la fonction économique

de la société de placement, n'a pas seulement un intérêt théorique, il faut que le régime fiscal de chaque Etat en tienne compte. Nous avons vu que certaines législations étaient déjà entrées dans cette voie, en créant, non pas un régime de faveur aux sociétés de placement, mais en évitant de faire supporter à leurs bénéficiaires la charge d'une double imposition sur le revenu du portefeuille. En principe, l'impôt ne devrait l'atteindre que dans la proportion du revenu supplémentaire qui constitue le bénéfice véritable procuré par la formule de l'Investment Trust. Pratiquement il sera délicat de faire l'évaluation exacte de cette proportion, mais quelle que soit l'erreur inévitable, la conséquence en sera toujours moins lourde que la charge d'une double imposition, telle qu'on peut la mesurer actuellement en France, ou en Allemagne.

SECTION II

Ce que nous avons dit dans la section précédente, en étudiant la nature de la société de placement, sur son objet, sur son but, ne suffit point à déterminer et à expliquer le rôle important que cette institution paraît devoir remplir avec succès.

Cette deuxième section sera plus spécialement consacrée aux considérations d'ordre général que peut suggérer l'étude du rôle dévolu à la Société de Placement dans le jeu des forces économiques contemporaines.

Nous voudrions essayer de montrer comment on peut retrouver dans la formule de la Société de Placement, des tendances et des lois qui semblent régir l'évolution économique actuelle, ou, en d'autres termes, dire dans quelle mesure l'apparition de la Société de Placement est bien un « moment » de cette évolution, et comment, malgré son originalité, elle est, en somme, due aux mêmes concepts que d'autres institutions récentes réalisées par le Progrès en matière économique.

« Pour gérer un portefeuille, à une époque où les conditions d'ensemble et de détail des divers placements changent si rapidement il faut, avec un esprit dégagé de toute routine,

une science extrêmement variée et constamment à jour. L'auteur de ce livre fait quelque part la liste des qualités qu'il exige du capitaliste et du rentier : une longue expérience, la connaissance technique du fonctionnement des marchés des valeurs, des vues générales aussi étendues que possible, l'intuition, le sang-froid alliés à beaucoup de souplesse et de décision. On est tenté de dire après une telle énumération « Et avec cela, cher Monsieur ! ». Ces lignes ont été écrites par M. Ch. Rist dans la préface du livre : « La Gestion des Valeurs mobilières » de M. Marcel Cavelier, et M. Gaël Fain n'a pas pu ne pas les citer dans son introduction à « Investment ou l'art du placement des capitaux » par M. Angas. C'est qu'elles traduisent bien le sentiment de doute, que l'on conserve de la lecture de ces deux ouvrages. Non point que nous voulions ici mettre en doute les méthodes et les enseignements excellents que l'un et l'autre de ces ouvrages contiennent mais on demeure sceptique en songeant à la classe idéale de capitalistes qui seuls pourraient en tirer tout le profit qu'il est raisonnable d'attendre ; et l'on n'ose même plus songer au modeste épargnant. Quant à nous, nous retiendrons de ces deux ouvrages, comme d'ailleurs des autres publications qui se sont donné à tâche de secourir et d'éclairer le capitaliste ou l'épargnant, que le placement en valeurs mobilières est chose fort complexe, nécessitant une véritable « mobilisation générale » de quantités de connaissances que l'on rencontre rarement chez le même individu. Les solutions que l'on conseille au rentier pour résoudre ces problèmes qui s'imposent à lui comme une obligation inéluctable, nous révèlent des exigences, qui malheureusement dépassent sa « capacité » ordinaire ; c'est là une critique que, à notre avis, elles encourrent toutes. On offre de lui donner un instrument bien construit, dont on fait jouer devant lui, sur le papier, les mécanismes délicats, mais on ne songe point assez que ses mains, inhabiles et trop faibles, n'en pourront sans doute, jamais être maîtresses. Aussi tout en reconnaissant l'intérêt de ces méthodes du point de vue de la science économique, on ne peut se porter garant de leur « possibilité » pratique. Le souci de rechercher, d'établir une technique nouvelle du

placement, en rapport avec les conditions et les exigences de la vie économique, représente un progrès théorique certain, mais si l'on en reste là, si l'on ne cherche pas plus avant, ce progrès ne sera suivi d'aucune amélioration dans le sort du rentier. Il y a alors comme une rupture d'équilibre. Pour qu'elle n'ait point lieu, il faut que se laissant entraîner par l'évolution économique générale, le rentier lui-même se « modernise » ou accepte d'être « modernisé ».

Cette adaptation aux exigences de la vie nous paraîtra beaucoup plus aisément réalisable si au lieu d'écrire « le rentier » nous employons cette expression que l'on rencontre parfois « le métier de rentier », et qui, à notre avis qualifie très exactement le genre d'activité économique du capitaliste. C'est bien cette dissociation entre les personnes physiques (du capitaliste ou de l'épargnant) et leur « métier de rentier » que l'on trouve en fait à l'origine des Investment Trusts anglais ; c'est elle qui a permis la création de ces institutions qui sont la mise en commun, en société, proportionnellement aux actions souscrites, de ce « métier de rentier ». La Société de Placement, qui est ainsi substituée à toute une masse d'individus, pourra exercer ce genre d'activité beaucoup mieux que chacun d'eux isolément, elle seule pourra songer à appliquer les solutions savantes proposées aux problèmes du placement des capitaux en valeurs mobilières. Elle sera ce capitaliste idéal pour qui ont été écrits des traités sur la science du placement.

Mais n'est-ce point le même phénomène de dissociation et de substitution que l'on trouve au début de l'ère industrielle que nous connaissons actuellement ? La puissante société qu'il s'agisse de filature ou de métallurgie n'a-t-elle pas dû se substituer au petit industriel privé pour introduire dans ces entreprises les méthodes et les améliorations scientifiques qui ont assuré leur essor et leur vitalité ?

Cette observation révèle à notre avis le premier lien par lequel on peut rattacher l'histoire de la Société de Placement à l'histoire des autres institutions que le progrès a fait surgir. Mais il est d'autres « points » qui permettent encore de passer du sujet particulier de cette étude aux principes,

aux concepts généraux qui sont comme autant de germes de la vie économique moderne.

Ainsi, on ne peut passer sous silence, le principe de la spécialisation des fonctions. C'est peut-être inconsciemment que les Investment Trusts britanniques en ont été une vivante application à la gestion des portefeuilles de valeurs mobilières. Il paraît oiseux à l'heure actuelle de rappeler les succès qui sont dûs à l'introduction de ce principe d'organisation scientifique du travail dans de nombreux domaines de la production. Il nous suffira donc de constater que la formule de la société de placement permet de faire bénéficier le domaine particulier du placement des capitaux des avantages de la spécialisation des fonctions. C'est là, soit dit en passant, un de arguments que mettent le plus fréquemment en avant les promoteurs d'Investment Trusts américains au cours de l'abondante publicité dont ils entourent leurs créations.

Ces observations révèlent que les progrès que la Société de Placement a réalisés, ou peut réaliser, sont du même genre que ceux que l'on a accoutumé de constater dans les autres compartiments de la vie économique. C'est ce qui nous a fait affirmer au début de cette section II que la Société de placement illustre bien un « moment » de l'évolution économique, ou, vulgairement, qu'elle est bien de son époque.

De cette évolution économique on peut, semble-t-il, considérer autre chose que les différents aspects qu'elle revêt à un moment déterminé, où on l'immobilise, masquant peut-être ses éléments vivants. Ne peut-on remarquer avec raison que, dans les limites étroites de son activité spécialisée, la Société de placement s'apparente à un ensemble d'institutions qui ont été créées au cours du XIX^e siècle? Nous pensons là aux nombreuses applications que connaît depuis cette période, la notion de Prévoyance. Cette recherche de la sécurité qu'elles révèlent constitue comme une marque distinctive des temps économiques modernes. On peut y voir un signe de ce progrès matériel, dont nous ne pouvons parler sans orgueil; mais si l'on y réfléchit, ne peut-on dire qu'elle trahit, en même temps un mal profond, qui, lui aussi, est un progrès. Nous emprun-

tons à M. Hemard, professeur à la Faculté de Droit de Paris, ces lignes où cette idée a reçu sa meilleure expression :

« La technique moderne du Commerce et de l'Industrie n'a fait qu'accroître les risques et l'incertitude économique qui pèse sur les affaires... Jamais le désir de sécurité — sécurité dans les relations sociales, sécurité dans la famille — n'a été plus grand qu'actuellement, parce que l'insécurité est partout, jamais, non plus, il n'avait été possible de lui donner si largement satisfaction.

« La sécurité dans les relations sociales, dans la famille, la sécurité matérielle sous toutes formes est un véritable besoin de l'époque contemporaine qui paraît être ressenti en tous lieux, dans le champ de l'activité humaine. N'est-ce point là l'origine des nombreux domaines d'applications de l'Assurance, qui avec l'Epargne, est le principal instrument de prévoyance permettant la satisfaction de ce besoin ? »

C'est de ces deux groupes d'institutions que la Société de Placement tire sa raison d'être et les principes féconds qui permettent la réalisation de son objet. Elle contribue elle aussi, à accroître la sécurité matérielle en conservant, en protégeant l'Epargne elle-même, que, d'autre part, elle organise dans ce but en utilisant bien des principes qui sont comme autant d'éléments essentiels de l'Assurance. Elle constitue une ligne de défense de l'Epargne, en la protégeant, non pas totalement sans doute, mais d'une façon sensible toutefois contre les risques qu'elle court.

On ne peut prétendre que la Société de placement soit de l'assurance même, mais il faut cependant constater que quelques principes qui sont impliqués dans cette dernière peuvent y être retrouvés.

Ainsi, si nous recherchons, d'après l'étude de M. Hémard, par exemple (*Traité théorique et pratique des assurances terrestres*) quelles sont les notions essentielles sur lesquelles repose l'assurance, on peut énumérer ainsi les éléments constitutifs d'un acte d'assurance; (en se plaçant au seul point de vue technique) : le risque — la prestation de l'assuré ou prime — la prestation de l'assureur ou indemnité — la mu-

tualité des risques — la compensation des risques — les données statistiques.

De ceux-ci, le risque, la mutualité et la compensation des risques nous paraissent seuls jouer également un rôle dans la Société de Placement, dont la filiation avec l'assurance semble, par leur intermédiaire, ainsi dégagée, à la condition de ne les rechercher que dans le placement lui-même des capitaux tels que les Investment Trusts anglais le pratiquent. Nous entendons par là que l'opération d'assurance ou de quasi-assurance, n'existe point entre les divers actionnaires d'un Investment Trust, qui ne peuvent en aucune manière être assimilés à des « assurés ». Mais entre les différents placements, opérés selon les meilleures méthodes de diversification, considérés individuellement, ne peut-on imaginer un lien, un état d'interdépendance, de mutualité, proche de celui qui unit les membres, par exemple, d'une même société d'assurance mutuelle contre l'incendie ? Dans les deux cas il y a un groupement réalisé pour éliminer ou, tout au moins, pour limiter un risque commun — (incendie, baisse ou absence de revenus). Sans doute la notion de risque financier est en général considérée comme étrangère au domaine de l'assurance qui exige entre autres pour son bon fonctionnement une dispersion des risques bien nette : « Cette dispersion des risques fait que s'il menace une masse de personnes ou de choses, le sinistre ne doit pas les frapper toutes en même temps il n'atteindra que certaines d'elles...

... C'est par manque de dispersion que l'assurance contre les risques économiques, contre les risques du change ne peut être pratiquée. On parviendra à établir quelques assurances partielles, couvrant certains de leurs effets, mais en limitant strictement leur application... On n'écartera jamais tous les dommages qui résultent de ces événements au moyen de l'assurance parce que ce sont des phénomènes généraux de la vie économique et qu'ils atteignent à la fois la totalité ou du moins la plupart des intéressés, ce qui rend impossible la compensation des risques. »

Nous ne croyons pas toutefois que l'exclusion ainsi pronon-

cée soit exempte de critique, elle suppose commun à tous les risques financiers un caractère que l'on ne peut reconnaître qu'à quelques uns, la pratique d'une large diversification des placements montre que de nombreux risques se présentent au capitaliste avec une certaine dispersion dans l'espace ou même dans le temps (vitesse de propagation des crises, par exemple).

Mais il est à notre avis un autre caractère des risques financiers qui contribue à les rendre « non assurables », c'est leur complexité. Ce n'est pas la seule mutualité des assurés qui permet à l'assurance de produire son effet, c'est aussi sa méthode scientifique de limitation et d'évaluation du risque, l'emploi qu'elle peut faire des données statistiques. C'est la possibilité de prévoir, non pas qui sera la victime du sinistre, mais s'il y aura un sinistre, qui est à la base de tout système d'assurance. En matière économique et financière une telle « prévision » est impossible, peut-être parce que le facteur humain y joue un rôle prépondérant, et la Société de Placement ne peut que faire preuve de « prévoyance » dans la gestion de son portefeuille. Cette absence de précision scientifique dans la technique du placement est sans doute cause que la compensation des risques financiers ne peut atteindre à une grande efficacité, et ne peut éviter toute perte; mais, à défaut d'un système de prévision, grâce à une méthode prévoyante de placement on est en droit d'espérer limiter ces pertes.

La formule de la société de placement n'est donc point du domaine de l'assurance, elle s'en rapproche seulement. La sécurité qu'elle donne paraît bien légère en regard de celle d'une véritable assurance. Il semble toutefois qu'elle ne peut cela que dans la mesure même où elle peut appliquer aux risques économiques et financiers la technique sur laquelle repose l'assurance.

Section III

En manière de conclusion aux pages qui précèdent, et pour préparer en quelque sorte la troisième partie, pour laquelle nous avons réservé l'étude des Sociétés de Placement

en France, nous allons essayer de fixer les conditions de milieu les plus générales, nécessaires à l'apparition et au développement de ce type d'institution.

La condition première paraît être une grande abondance de capitaux disponibles sur un marché déterminé, (marché national). Il semble nécessaire, pour la cause des sociétés de placement qu'un fort courant d'épargne ait eu lieu dans un pays donné, au point qu'une certaine partie de cette épargne éprouve quelques difficultés pour s'immobiliser, pour s'investir dans des placements à longs termes.

Du point de vue historique ceci nous paraît exact. Le mouvement des Investment Trusts britanniques, comme celui des sociétés américaines, a pris naissance et a été grandement favorisé grâce à cet état de saturation de la demande nationale de capitaux. Aussi longtemps que les besoins nationaux ne sont pas satisfaits pleinement, que ce soit ceux de l'industrie, ceux de l'agriculture ou ceux de l'Etat, l'épargne nationale va de préférence et très naturellement à ces demandes et d'une façon immédiate. Il a fallu qu'un phénomène de raréfaction des bons placements intérieurs se fasse sentir dans ces deux pays pour que notre formule connaisse le succès. L'épargnant, ou plus exactement le Capitaliste, ne consent à cette apparente abdication partielle de son droit de propriété que s'il juge vraiment impossible d'obtenir par sa gestion personnelle, un certain degré de rendement, et en définitive, de sécurité. Telle est à notre avis la leçon à tirer de l'histoire de ces Investment Trusts. Du point de vue de la logique cela est d'ailleurs inexplicable. Ce n'est pas par réaction contre des désillusions coûteuses et momentanées que les résultats raisonnablement escomptés de toute Société de Placement doivent paraître dignes d'intérêt. Ses avantages qui, à la réflexion, doivent être considérés comme certains, sont uniquement fonction de son organisation et de sa gestion; ils sont indépendants des circonstances extérieures, qui, favorables, ne peuvent qu'y ajouter, et défavorables ne peuvent les supprimer. Même pour le financement de l'économie nationale, supposons le cas par exemple d'un « pays neuf », l'interposition de la société de placement entre l'épar-

gne indigène, si petite soit-elle, et la demande locale de capitaux est en principe utile. Dans ce cas, tout comme pour l'exportation des capitaux, le capitaliste ordinaire se trouve en face de certains problèmes qu'il n'est pas en mesure de résoudre tout seul, ce qui dans la pratique peut se traduire non seulement par le caractère particulièrement spéculatif de toute opération de placement mais aussi par l'absence parfois coûteuse d'une politique d'avenir de ce financement¹.

Logiquement il ne devrait donc point être nécessaire qu'il y eût une offre de capitaux supérieure à la demande. Autrement dit la création et le développement des sociétés de placement devraient toujours être en rapport avec la seule demande faite en vue de placement offrant toutes garanties et ne pas varier selon les hauts et les bas de la masse des capitaux disponibles sur un marché financier. D'ailleurs une période économique caractérisée par d'importants capitaux en quête d'emploi n'est peut-être pas favorable aux débuts d'une société de ce type. En effet souvent on constatera, en même temps que l'abondance des capitaux, une hausse des valeurs mobilières qu'il n'est pas alors très prudent de mettre en portefeuille. L'inactivité de ces capitaux qui ne vont pas à des placements à long terme, les fait dériver vers la spéculation, c'est ce que l'on a pu constater à New-York pour la période qui a précédé le krack de 1929. La courbe, tout au moins en son sommet, de ce que l'on appelle la prospérité ne doit donc pas coïncider avec celle de l'activité des Sociétés de Placement qui en de tels moments doivent se contenir dans une expectative prudente. Elles ne doivent acheter des valeurs, et à plus forte raison ne doivent être créées, que lorsqu'une crise, un krack a ramené à des chiffres moins élevés les cours des titres.

Si dès le début un portefeuille prend en charge des valeurs « gonflées », il lui sera très délicat par la suite de donner des résultats satisfaisants ; la prospérité et la solidité des Investment Trusts anglais date des années consécutives à la « Baring Crisis »,

Malheureusement, objectera-t-on, après chaque crise boursière on constate généralement une forte diminution de l'offre des capitaux, et somme toute, le promoteur d'une société de placement, pour vendre ses propres actions tout comme l'industriel et le commerçant a besoin de trouver en face de lui sur le marché, des capitaux en quête d'emploi. Cela est incontestable, mais il n'est pas besoin qu'ils soient très abondants. Il faut remarquer que si une crise économique peut troubler, peut amoindrir la puissance d'épargne d'un pays, elle ne peut à elle seule, en tarir la source complètement. L'épargne est d'origine psychologique et la vertu d'épargne peut survivre à bien des déconvenues d'ordre boursier.

Il suffira que les sociétés de placement offrent petit à petit leurs émissions en proportion des capitaux qui pourront être épargnés malgré les effets d'une dépression générale. Il n'est pas besoin, et il n'est pas heureux, que le développement de ces sociétés soit animé d'une accélération rappelant celle qu'aux Etats-Unis des financiers ont su lui imprimer en rompant cet équilibre naturel. Cette croissance « tropicale » des Investment Trusts américains paraît étroitement liée aux déformations profondes que le principe même de ces institutions y a subi ; elles n'ont pas été alors au seul service de l'épargne et leur précocité même a dû les pousser vers la spéculation.

Nous venons, avec l'étude de cette première condition, de fixer la qualité des capitaux auxquels s'adresse la Société de Placement, d'en définir en somme la matière première. Nous allons dans les trois paragraphes suivants étudier les trois autres conditions nécessaires au « milieu favorable » à notre type de société. Elles correspondent aux trois « parties » qui interviennent au contrat de toute société de placement, ce sont les capitalistes souscripteurs d'actions, les financiers à qui incombent la gestion du portefeuille, et l'Etat, qui, de nos jours, ne saurait se désintéresser de rien.

Tout capitaliste doit à notre époque reconnaître qu'il rencontre des difficultés chaque jour grandissantes dans la gestion de sa fortune. Mais il croit trop souvent qu'en assumant

lui-même la garde et la gestion de ses capitaux, il est ainsi garanti contre de nombreux déboires. Il faut cependant qu'il abandonne cette conception étroite et, en somme dangereuse pour lui seul. Il faut qu'il accepte, non pas dans l'intérêt de la société de placement, mais dans le sien propre, de confier, pour un long terme, les capitaux dont il n'a pas l'emploi dans sa propre entreprise à une institution qui les gèrera en son lieu et place, (lorsque naturellement cette institution lui offre certaines garanties). En souscrivant à une Société de Placement il faut qu'il ne songe ni à l'une ni à l'autre des deux choses suivantes: — tout d'abord il ne se dessaisit pas plus de son bien qu'il ne le ferait en achetant n'importe quel titre. Remplacer dans son portefeuille de l'argent par des valeurs mobilières est aujourd'hui une chose à laquelle chacun est accoutumé. Il devra sans doute se documenter aussi complètement que possible sur l'Investment Trust qui le sollicite et ensuite ne pas s'en désintéresser, car si la formule de la Société de Placement, comme nous l'avons déjà dit, permet de supprimer certains risques, elle en crée d'autres, et le capitaliste doit toujours veiller sur son bien. Il reste propriétaire de sa mise qui aura toujours besoin de ses soins. — Il ne faut pas non plus que naisse en son esprit l'espérance irraisonnée de gains substantiels; qu'il ne croie pas spéculer par personne interposée et, par cela même, spéculer heureusement. Bien au contraire, les années de début d'une Société de Placement prudente, ne doivent normalement donner que des résultats très moyens. Les Investment Trusts Ecossais sont âgés de plus de cinquante ans et arrivent après ce demi-siècle d'existence à donner du 20 % aux souscripteurs de la première heure, mais ils se sont toujours gardés de céder à l'entraînement de la spéculation.

L'éducation de la clientèle de ces sociétés paraît indispensable pour éviter que le fonctionnement en soit troublé. Dans les pays britanniques elle s'est faite petit à petit et discrètement et les résultats sont des plus satisfaisants. Aux Etats-Unis, cette éducation a emprunté la voie de la publicité et le résultat atteint apparaît tout différent. Peut-être manquait-il de bons éducateurs ?

Ces éducateurs ne peuvent être que les financiers, organisateurs et administrateurs de ces portefeuilles. C'est de leur activité que dépend principalement l'avenir et l'orientation de la société de placement car l'actionnaire moyen, sous presque tous les climats, se montre rarement un associé actif, il s'en remet très facilement au groupe qui a su prendre dès le début la direction des affaires.

Dans le cas particulier d'une gestion de portefeuille, où l'élément technique est d'une grande importance et où il peut y avoir un nombre élevé de petits épargnants parmi les actionnaires, le contrôle par les associés est singulièrement réduit. Ceux qui auront, soit lors de la création soit au cours de la gestion ordinaire, la direction effective voient, de ce fait même, leur responsabilité accrue. Ce sont eux qui peuvent faire naître et entretenir l'espoir de gains rapides, comme ce sont eux qui peuvent faire accepter la nécessité d'une gestion prudente de réserves. La publicité seule permet de faire l'éducation de l'épargnant; de nos jours c'est l'unique moyen de faire connaître et accepter par la foule certaines idées et de correspondre directement avec un grand nombre d'individus. Mais par elle-même la publicité, n'étant ni un bien ni un mal, et étant douée d'une efficacité certaine, il importe que ceux qui la dirigent en fassent un emploi honnête ; c'est là un principe général dont l'application stricte aux Sociétés de Placement est nécessaire. C'est ce problème de la probité professionnelle des dirigeants qui à notre avis domine toute la question des Sociétés de Placement. C'est dans cette classe spécialisée de financiers que l'on doit trouver les véritables fauteurs des abus qui déforment le type original de ces sociétés. Ces abus peuvent être commis tout d'abord lors de la création. Ils peuvent consister soit à laisser espérer aux actionnaires des bénéfices de spéculation, soit à réserver au groupe fondateur des avantages trop substantiels, entraînant fatalement le recours à la spéculation pour donner satisfaction à tous les intérêts en présence. Par la suite, au cours de l'existence de la société, cette absence de scrupules de la part des administrateurs peut se traduire

par des opérations qui troublent l'application des méthodes de placement et en altèrent les résultats. Le sort d'une Société de Placement dépend des hommes qui la conduisent à un double point de vue : le premier est celui de leur probité professionnelle, qu'aucune réglementation statutaire ou légale ne saurait remplacer, et le second est celui de leur capacité technique en matière de placement. Lorsque sur un marché financier se trouvera un groupe réunissant ces deux qualités la cause de la Société de Placement sera presque gagnée car ils pourront par leur action, aider efficacement la réalisation des autres conditions de milieu indispensables.

La dernière de ces conditions est dans le régime fiscal établi par l'Etat moderne qui participe de cette manière à l'activité de toute entreprise. Il est facile d'imaginer que dans notre cas de Société de Placement la charge des impôts est un élément primordial de prospérité, car, pour elle, à la différence de presque tous les assujettis du fisc, il est impossible d'en reporter cette charge, même pour partie, sur un consommateur, grâce au phénomène bien connu de l'incidence des impôts. La Société de Placement ne fournit aucun produit ou service dont le prix de vente pourrait permettre ce transfert. Le but très spécial de son activité la rend donc très sensible à l'attitude des pouvoirs publics. On peut concevoir un obstacle de cette nature au développement de ce type de société de deux façons différentes. Ou bien il est volontaire, c'est-à-dire que l'Etat, de propos délibéré, impose très lourdement les sociétés de placement ; nous ne croyons pas d'ailleurs trouver d'exemple de ce cas. Ou bien, et c'est ce qui arrive habituellement, la société de placement est involontairement de la part du législateur soumise à des charges très lourdes, par le simple jeu d'un système fiscal dont le mécanisme aveugle entraîne alors une véritable erreur économique. Notre régime français avec le cas de double imposition que nous étudierons dans la troisième partie est typique à cet égard. Nous avons cité plus haut quelques pays étrangers qui ont déjà réformé l'aménagement de leurs taxes spécialement dans le but de rendre possibles chez eux l'existence de sociétés à portefeuille en général, et de la société

de placement en particulier. Il semble que ce n'est que sous le couvert de règles exceptionnelles que l'on pourra dans beaucoup de régimes fiscaux appliquer une juste taxe à la gestion de ces portefeuilles. Il y a là en effet un organisme extraordinaire qui ne relève ni de la production des biens, ni de leur consommation. On le rangerait sans doute beaucoup plus exactement parmi ceux qui assurent la circulation des biens, mais à condition de lui conserver un caractère d'organisme supplémentaire. S'il y a matière à imposer, il faut donc ajouter qu'il y a matière à une imposition spéciale, en égard de ce caractère, qui exclut logiquement toute taxe ordinaire établie sur le principe de la taxation à la production ou à la consommation. Quand à la détermination de la charge maxima que l'on peut faire supporter à la Société de Placement, c'est une question de mesure uniquement. Il ne faut point perdre de vue, dans cet ordre d'idées, que le service réel rendu par ce type de société se traduit, matériellement, par de la sécurité, pour laquelle les capitalistes actionnaires consentent déjà à sacrifier tous les frais occasionnés par la gestion. L'Etat ne saurait, sans détourner le public de cette formule de placement, opérer en sus un nouveau prélèvement trop important. On peut ainsi que nous l'avons déjà dit assimiler assez exactement les frais de gestion et les impôts supportés par la société à une prime d'assurance, mais les actionnaires n'en acceptent le poids que s'il ne leur paraît point exagéré.

TROISIÈME PARTIE

**La Société de placement
en France**

CHAPITRE PREMIER

Il serait peut-être plus exact d'écrire en tête de cette troisième et dernière partie : « La Question de la Société de Placement en France », car chez nous il n'a pas encore été tenté, à quelques rares exceptions près, de réalisation de cette formule de placement, au sujet de laquelle de nombreux articles et études critiques ont été publiés ces dernières années.

En effet deux sociétés financières peuvent être citées à l'heure actuelle, à notre avis, comme s'inspirant des « Investment Trusts ». Ce sont : l'Union Trust et la Compagnie française de Placement. D'autres noms ont pu être donnés, par exemple celui de la Société Financière de l'Est, ou celui de la Compagnie internationale de Placement, mais autant que l'on peut juger de leur activité, elles ne paraissent pas devoir suivre les méthodes de gestion que l'expérience anglaise nous a révélées les meilleures.

L'Union Trust seule, à notre connaissance, mérite, par la rédaction de ses statuts, d'être considérée comme une gestion de portefeuille selon la formule anglaise. Voici le texte de l'article 3 de ces statuts :

« La Société dont le but consiste à investir son capital social dans des valeurs cotées de façon à atteindre la sécurité de l'ensemble par la division du risque, a pour objet toutes opérations d'achat et de vente de fonds d'Etat, de valeurs mobilières et titres de toutes espèces français et étrangers, et d'une manière générale, toutes opérations de bourse et de finance se rattachant directement ou indirectement à cet objet.

Toutefois, ces opérations comportent les restrictions suivantes :

1° Le capital de la Société sera investi seulement en valeurs cotées.

2° Le capital social ne pourra être investi dans une même entreprise que jusqu'à concurrence de 4 % du montant du capital nominal de l'Union Trust.

3° La Société ne devra jamais consacrer plus de 30 % de son capital nominal aux valeurs étrangères de toutes espèces, ni plus de 30 % aux fonds d'Etats français et étrangers, ni plus de 26 % à des obligations ou titres à revenus fixes, français ou étrangers.

4° Par catégorie d'entreprise, la Société ne devra jamais consacrer plus de :

10 %			du capital en valeurs d'alimentation et d'hôtels.
10 %	—	—	d'assurances.
10 %	—	—	de banques.
10 %	—	—	de canaux.
10 %	—	—	de caoutchoucs.
5 %	—	—	de carrières, ciments et matériaux de constructions.
10 %	—	—	de chemins de fer et tramways.
5 %	—	—	de comptoirs et société commerciale.
10 %	—	—	diverses.
10 %	—	—	de docks et eaux.
10 %	—	—	d'électricité.
10 %	—	—	d'électrochimie
5 %	—	—	de filatures.
5 %	—	—	de forges et fonderies.
5 %	—	—	de gaz.
10 %	—	—	de houillères.
10 %	—	—	d'industries agricoles.
10 %	—	—	de mines métalliques.
10 %	—	—	de pétroles.
5 %	—	—	de phosphates et salines.
10 %	—	—	de ports et transports.

10 %	—	—	de produits chimiques.
10 %	—	—	de sociétés foncières et immobilières.
10 %	—	—	de textiles naturels et artificiels.
10 %	—	—	de transformation de métaux, constructions mécaniques et électriques.
10 %	—	—	de Trusts et sociétés financières.

5° La Société s'interdit toutes opérations de banque, avances en compte-courants, escompte et crédit.

6° La Société ne participe pas à la direction effective des entreprises et affaires, elle pourra faire partie de conseils d'administration ou de comités de surveillance ou s'y faire représenter. Elle s'interdit toute majorité d'entreprises. »

La publicité annuelle du portefeuille nous apprend que celui constitué par l'Union Trust en application de ces règles comprenait le 30 juin 1930, 170 postes différents. Il faut remarquer que les valeurs à revenu fixe n'y occupent qu'une très petite place (à peine 2 %), ce qui n'approche pas les deux maxima fixés statutairement, et s'éloigne de la pratique britannique. On pourrait faire à la gestion de cette société française un autre reproche tout en reconnaissant que la faute que nous croyons devoir relever, a sa source dans les statuts plutôt que dans la gestion elle-même. C'est d'ailleurs un passage du rapport sur l'exercice 1928-1929, qui en la relevant, la confesse.

« L'examen comparé de l'inventaire au 30 Juin 1928 et au 30 Juin de cette année (1929) pourrait presque, sans commentaire, vous confirmer que nous travaillons à la gestion de votre portefeuille en suivant les méthodes que nous vous avons exposées l'année dernière : renforcer nos participations dans les affaires intéressantes en utilisant nos droits, entrer dans des affaires nouvelles à la faveur de syndicats de garantie d'augmentation de capital, réaliser une partie de nos positions anciennes quand les titres que nous avons achetés ont atteint des prix qui ne les capitalisent plus qu'à un taux très bas alors que les fonds que nous nous procurons

ainsi peuvent trouver dans la côte un emploi plus avantageux au point de vue du rendement.

Vous concevez, en effet, que ce n'est pas une entreprise aisée que de servir un intérêt de 6 % à un capital investi en titres qui en Bourse capitalisent pour la plupart entre 1 et 3 %. Nous sommes obligés de vous distribuer, pour le moment, une fraction de nos plus values réalisées de capital, et pour cesser de le faire, il faudra quelques années d'arbitrages heureux, mais chaque opération de ce genre est un pas dans la bonne voie, et nous avons trop le souci de votre sécurité pour ne pas y persévérer. »

Il aurait mieux valu, croyons-nous, s'en tenir rigoureusement à la méthode anglaise et réserver toutes ses plus values, quitte à ne pas servir un dividende de 6 pour cent. En somme l'Union Trust, par ses statuts restrictifs de la liberté de gestion à certains égards, autant que par ces distributions de profits, serait assez proche du modèle américain, mais il semble que cela ne doive être que temporaire, puisque, d'après les déclarations du Conseil d'Administration, chaque année nouvelle doit être marquée par « un pas dans la bonne voie ». Il n'en demeure pas moins que la promesse d'un dividende élevé 6 % dès le début ne nous paraît point recommandable ; remarquons aussi que les restrictions édictées ne visent que l'emploi du capital nominal, qui constitue une fraction importante, mais une fraction seulement des ressources de ce type de société, dès que les réserves atteignent un certain volume.

La Compagnie Française de Placement qui se recommande, elle aussi, des Investment Trusts anglais, s'en rapproche beaucoup plus par la liberté même que le texte très large des statuts laisse à la gestion, mais l'absence de publicité sur la composition du portefeuille ne permet pas de porter un jugement sur le degré de diversification. Voici un extrait de ses statuts :

« La Société a pour but de gérer et employer ses propres fonds au mieux de ses intérêts et de gérer et employer les fonds que les tiers pourraient lui confier au mieux de leurs intérêts, sans qu'elle soit plus spécialement tenue de recher-

cher soit des produits fixes, soit des plus values en capital.

Elle a pour objet notamment d'employer ses fonds et les fonds des tiers en tous placements sous toutes formes de meubles, immeubles, valeurs mobilières, métaux, minerais, marchandises, créances, droits incorporels, fonds de commerce, navires, brevets, exécution de travaux, entreprises financières, commerciales, industrielles, agricoles, et autrement.

Elle peut exercer les activités suivantes :

a) gérer tous patrimoines individuels ou collectifs, sous toutes formes et notamment sous la forme des placements ci-dessus, à opérer soit séparément pour chaque intéressé, soit pour plusieurs collectivement, et sous toutes modalités quelconques de groupement.

Gérer également tous biens dotaux, indivis ou frappés d'indisponibilité conventionnelle ou légale, comme il est dit à l'alinéa précédent, dans les limites autorisées par les dispositions conventionnelles ou légales.

b) Réaliser ces gestions sous toutes formes y compris la création de toutes sociétés de gérance, associations en participation, syndicats d'émission ou de prise ferme, commandites et autres, par voie d'apport, souscription ou autrement.

c) Accepter de toutes personnes ou collectivités soit françaises, soit étrangères, et conformément aux législations applicables dans quelque cas, tous mandats d'administrateur, liquidateur, séquestre, fiducie, fidéicommiss, exécuteur testamentaire, « trustee », ou autres.

d) Agir comme mandataire de tous porteurs, individuels ou associés, de valeurs mobilières, soit pour les représenter auprès des collectivités émettrices de ces valeurs soit pour exercer en défense de leurs droits toutes interventions dans les assemblées, tous contrôles, et toutes actions judiciaires ou autres :

e) Organiser pour son usage ou l'usage des tiers tous services de renseignements sur tous marchés commerciaux et

financiers en tous pays et sous toutes formes, y compris la création de publications périodiques;

f) Acheter ou vendre, échanger, prendre ou donner en gage, à bail, à ferme et en dépôt, prêter et emprunter, apporter en société, et généralement s'obliger et stipuler par tous contrats ou quasi-contrats nommés ou innommés, pour tous biens mobiliers ou immobiliers, corporels ou incorporels sans exception ;

g) En général, procéder à toutes opérations de finance, de crédit, de dépôt, d'escompte, de bourse, de banque, de commission, de gestion d'association civile et commerciale, et toutes opérations sans exception qui peuvent être la conséquence, l'accessoire ou la condition des précédentes, soit en France soit en tous autres pays.

Sans qu'aucune des énumérations ci-dessus puisse être interprétée autrement que comme énonciative et dans aucun cas limitative. »

Cette rédaction de l'article qui définit l'objet de la société ne permet certainement pas d'en conclure que l'on est en face d'« une société de placement » de la meilleure espèce. Sans doute les Investment Trusts anglais se sont présentés de la même façon, mais ce serait une excellente garantie pour le public de trouver dans un article des statuts une simple déclaration, (si l'on redoute le manque de souplesse d'une énumération restrictive) dans laquelle la société nouvelle s'engagerait à suivre les principes de placement, aujourd'hui bien fixés, des Investment Trusts anglais. La trop grande liberté laissée aux administrateurs, jointe au défaut de publicité de portefeuille peut attirer un jour à de telles sociétés le reproche d'être des « blind pools ».

Cette absence presque totale des sociétés de placement sur notre marché a été fréquemment commentée depuis que les premiers échos de la publicité américaine des Investment Trusts nous sont parvenus. Cela a pris la forme d'une véritable campagne de presse financière, d'une ampleur certaine puisque le gouvernement lui a donné une conclusion effective en élaborant et déposant devant la Chambre des députés

un projet de loi établissant le futur «statut» des Sociétés de Placement. Deux questions peuvent être posées dont les réponses groupées d'après leur nature, rapporteront les principales considérations qui ont été publiées depuis deux ans.

1° Les Sociétés de Placement n'auraient-elles point dû trouver dans notre pays un champ d'activité des plus propices à leur réussite ?

2° A quoi attribuer l'absence, chez nous, de ces organismes qui ont rendu en Angleterre de si grands services ?

La première question entraîne l'examen des conditions favorables qui auraient dû ou devraient provoquer la création de ce type de sociétés. Pour la période d'avant-guerre, il est aisé d'imaginer les avantages que l'épargne française avait à retirer d'une telle formule de placement. La capacité d'épargne de notre pays à cette époque était proverbiale, et malgré les habitudes stériles des « bas de laine » l'abondance des capitaux qui chaque année venaient s'offrir sur le marché, aurait permis certainement la création d'une classe d'Investment Trusts aussi nombreuse qu'en Angleterre. Des portefeuilles ainsi constitués, faisant sans nul doute la part moins belle « aux valeurs de père de famille » qui étaient alors si recherchées, ainsi qu'aux emprunts d'Etats étrangers auraient évité bien des mécomptes. Mais à ce moment l'épargnant français n'aurait peut-être pas été attiré par les émissions d'une société de placement. Il aurait fallu pour le décider une publicité capable de lutter contre les influences des grandes banques françaises, qui servaient, pour les emprunts russes par exemple, à la fois leur propre intérêt de commissionnaire et celui de notre politique internationale.

Pendant la guerre et les années qui l'ont suivie, nos Sociétés de Placement auraient sans doute, de même que les Investment Trusts anglais, fait passer l'intérêt national avant le leur propre et répondu largement à l'appel de l'Etat dont les besoins d'argent ont été prodigieusement accrus par le financement de la guerre autant que par les réparations des désastres subis par notre pays. Mais il semble que dès la stabilisation de fait de notre monnaie, il eût été souhaitable que

l'épargne française, alors renaissante, connût et pratiqua la formule anglaise de placement de capitaux. Car, pour prendre une date (octobre 1926) depuis que la livre sterling vaut 124 francs, notre marché financier rappelle quant à l'épargne, notre situation d'avant-guerre ainsi que celle de l'Angleterre et des Etats-Unis, au moment où les Investment Trusts furent adoptés par ces deux pays.

Cette affirmation suppose que la France a recouvré à l'heure actuelle sa puissance d'épargne traditionnelle, mais c'est une affirmation dont il nous paraît impossible, il faut le reconnaître, de faire la preuve absolue; comment peut-on évaluer avec quelque certitude l'épargne d'un pays durant une période déterminée ? Cela présente les mêmes difficultés et les mêmes chances d'erreur que l'établissement d'un chiffre correspondant à la « fortune » de ce pays. Aussi n'allons-nous point rechercher si actuellement la France épargne autant qu'avant la guerre, mais plutôt s'il existe dans notre pays un courant d'épargne aussi vif qu'avant 1914. Nous avons dit plus haut déjà, que pour créer des sociétés de placement, ce n'est pas la quantité des capitaux disponibles sur un marché qui importe. Il nous suffira pour légitimer ainsi notre affirmation de montrer que la France pratique encore, ne serait-ce qu'en partie, cette « vertu d'épargne » dont le « bas de laine » était le symbole autrefois.

Nous avons, dans ce but, essayé de dégager quelques indices révélateurs de cette qualité de notre race, et nous avons cru les trouver dans ces courbes traduisant le mouvement :

1) des dépôts à la Caisse Nationale d'Epargne (tableau n° 1, p. 155).

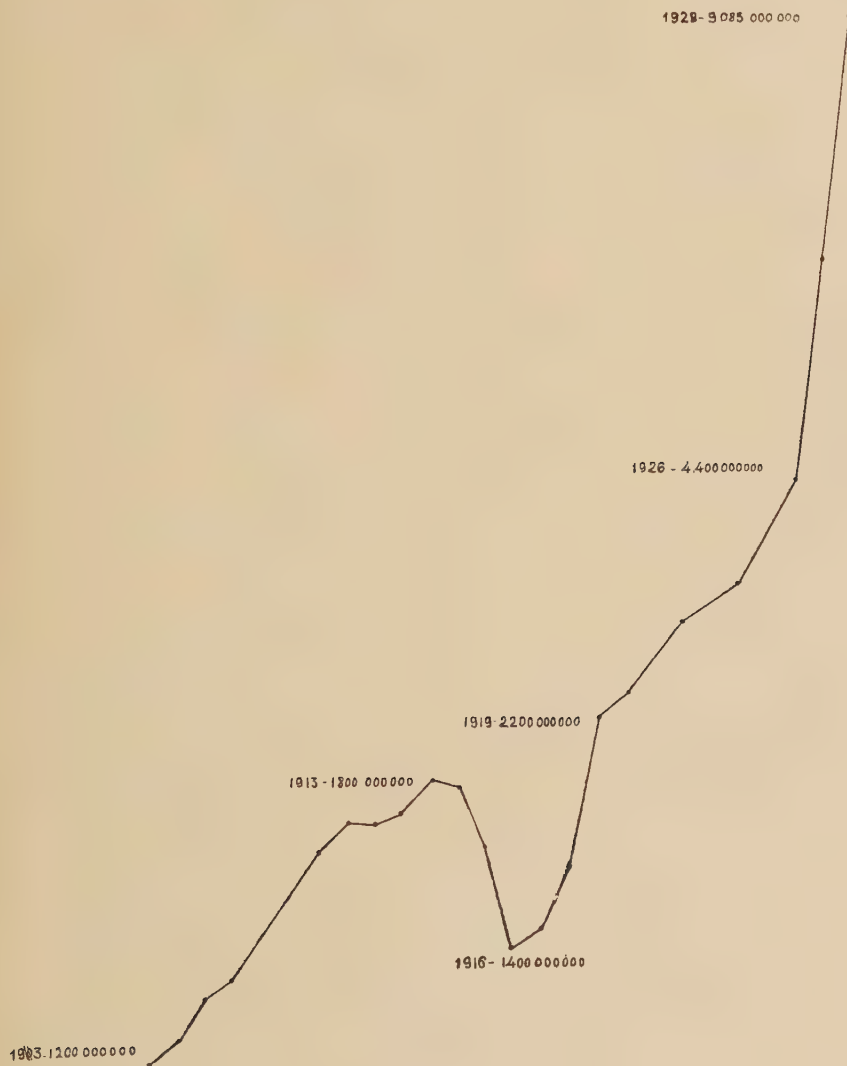
2) du montant total des émissions absorbées par notre marché (tableau n° 2, p. 156).

3) du montant total des comptes-courants créditeurs et comptes de dépôts dans nos principales sociétés de crédit. (tableau n° 3, p. 157).

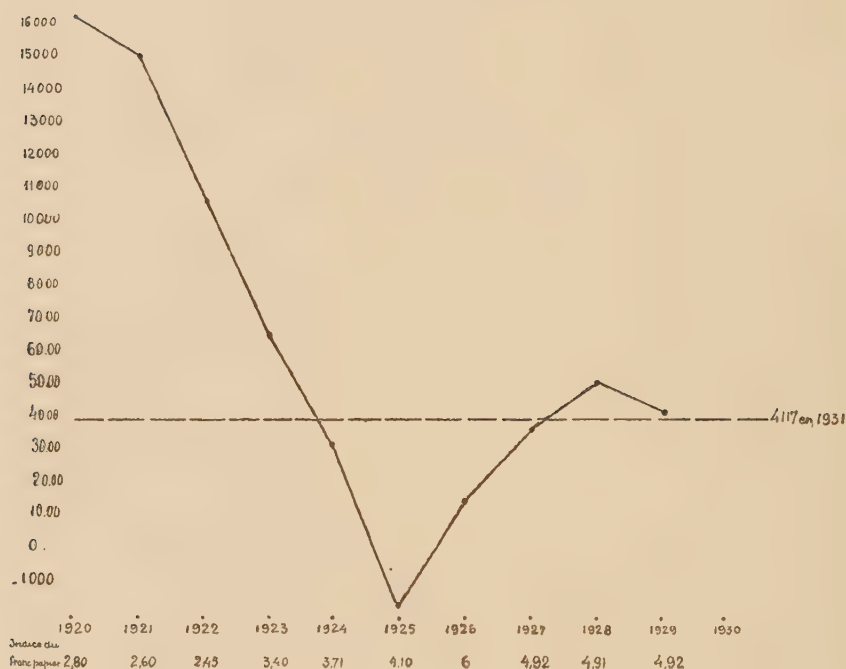
1° Dépôts à la Caisse Nationale d'Epargne. Le graphique établi d'après les comptes-rendus annuels, nous révèle un « accroissement très rapide depuis la guerre, du montant de

Courbe indiquant le montant au 31 décembre
de chaque année
de l'avoir des déposants à la Caisse d'Epargne

(Rap. du 15 février 1930 sur l'exercice 1928)



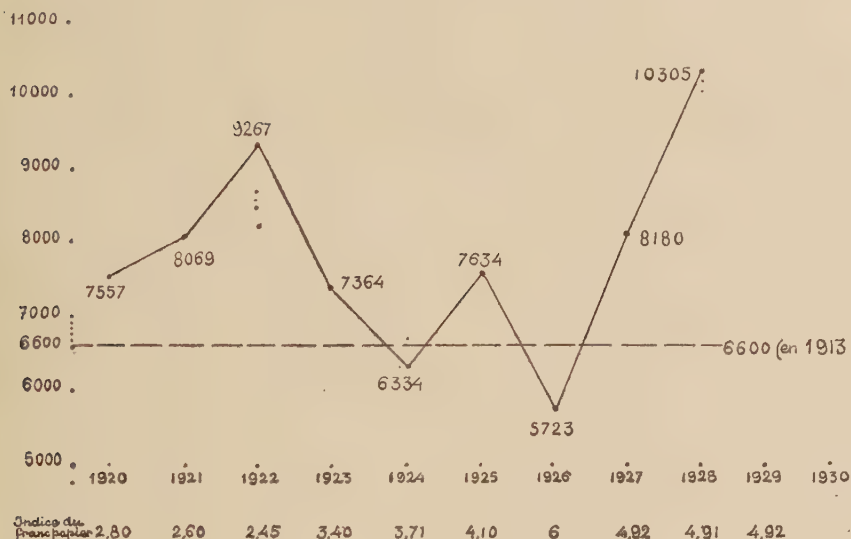
Montant global des émissions de valeurs mobilières en millions de francs-or



ces dépôts. Mais il faut remarquer que les mêmes sommes exprimées en francs-or, donneraient une figure tout à fait différente. Il faut en effet, pour avoir une idée exacte des chiffres correspondant à l'après-guerre et leur donner leur véritable signification à notre point de vue, leur apporter une correction nécessaire. On doit réduire ces francs-papiers actuels, en francs-or de 1913. On s'aperçoit alors qu'il a fallu attendre 1928, pour que la dépression causée par la guerre et l'après-guerre soit comblée, et que le montant des dépôts atteigne à nouveau son importance réelle de 1913. On peut en déduire que c'est la stabilisation de notre monnaie qui marque le retour de la faveur publique pour la Caisse d'Épargne. Ce retour à notre avis correspond très probablement

Total des comptes courants créditeurs
et des comptes de dépôts de 19 Sociétés de crédit
(Rev. Eco. Pol.)

Valeur exprimée en millions de francs-or
(mêmes indices que pour les émissions)



à une reprise du goût traditionnel pour l'épargne, que des années d'insécurité ont pu seule faire apparaître vaine.

2° Emissions de valeurs mobilières sur le marché français. Nous avons utilisé pour la construction de notre graphique les résultats statistiques rapportés par M. J. Vergeot dans la *Revue d'Economie Politique*. Nous avons pris, pour représenter la moyenne d'avant-guerre, le chiffre de 4 milliards, qui est sensiblement celui des émissions, tant nationales qu'étrangères sur notre marché en 1913. Tous ces chiffres inscrits représentent, en francs-or, le montant total des émissions publiques ou privées qui ont été souscrites annuellement par les capitalistes en France depuis la Guerre, sous quelque forme que ce soit. Ici encore, la traduction en francs-or, des données statistiques brutes était indispensable pour

mieux juger de la « faculté d'absorption » des valeurs mobilières par le public français. La période 1920-1925 est caractérisée par une chute très rapide de la courbe. 1925 accuse même un chiffre négatif : demandes massives de remboursement adressées au trésor, et qui n'ont pas été compensées par des emplois sur notre marché national. Cette année marque la fin de la série d'emprunts que l'Etat français a dû faire tant pendant la guerre que pendant les premières années de Paix. On peut d'ailleurs concevoir qu'il a dû atténuer et même changer cette politique dangereuse devant l'attitude de plus en plus méfiante des prêteurs. 1925 et 1926 marquent le moment le plus aigu de cette crise de confiance, qui a entraîné sur le moment ce que l'on a appelé l'« évasion des capitaux ». C'est ce phénomène qui doit expliquer le minimum négatif (1607 millions) que nous avons inscrit. Après cette chute vertigineuse, il faut, de même que dans le graphique précédent, attendre 1928, pour retrouver la côte de 1913, l'année de base.

3° Comptes courants créditeurs et comptes de dépôts dans les Banques. C'est encore la documentation rapportée par la *Revue d'Economie Politique* qui sert de base à nos calculs. Nous avons utilisé, pour établir notre chiffre global annuel les deux séries de chiffres qu'elle nous fournit. La première n'embrasse que nos 4 plus grands établissements de crédit (Crédit Lyonnais, Comptoir d'Escompte, Société Générale et Crédit Industriel), la seconde réunit les résultats des quinze autres plus importantes sociétés de crédit : Banque Nationale de Crédit, Crédit Commercial de France, Banque privée, Société Marseillaise, Société Centrale des Banques de Province, Crédit de l'Ouest, Crédit du Nord, Banque Adam, Comptoir d'Escompte de Rouen, Société Nancéenne, Banque Renault, Société Lyonnaise, Comptoir Algérien, Crédit Foncier de l'Algérie et de la Tunisie, Banque de Bordeaux, absorbée actuellement par le Crédit Commercial. Nous n'avons pas voulu leur joindre les comptes courants créditeurs et les comptes de dépôts à la Banque de France de peur de fausser le mouvement général de notre courbe. Ces comptes sont en effet,

ouverts à ces mêmes établissements de Banque, qui peuvent, dans une certaine mesure, transporter à leur crédit auprès de la Banque centrale des sommes figurant aux comptes créditeurs de leur propre clientèle. Cela pourrait, si nous les totalisons, accentuer par trop les variations que nous étudions. Notre graphique est construit, non d'après les montants eux-mêmes de ces comptes, mais d'après les indices qui les représentent. Ce qui, à notre avis, a l'avantage de faire apparaître, automatiquement le rapport qui lie chacun d'eux avec le terme commun de comparaison, c'est-à-dire le montant des mêmes comptes, pour l'année 1913, en même temps que d'apprécier les écarts dans un sens comme dans l'autre, de ces rapports avec le taux de stabilisation de notre franc actuel.

Le graphique relatif à la Caisse d'Epargne, de même que celui relatif aux Emissions vient bien, à notre avis, à l'appui de notre affirmation qu'il existe à nouveau, dans notre pays, depuis que la stabilisation de notre monnaie a fait sentir ses effets moraux autant que matériels, un courant d'épargne aussi sensible que celui d'avant-guerre. Tout d'abord ce premier graphique nous montre que la clientèle de modestes épargnants, qui est celle de la Caisse d'Epargne, s'est reconstituée petit à petit, et il ne paraît pas audacieux de supposer qu'à cette tendance à l'économie dans les classes les plus humbles, doit correspondre dans les classes aisées de la bourgeoisie un développement équivalent des qualités de prévoyance. C'est ce que confirmerait peut-être l'examen du second graphique. Le fait que le volume des Emissions absorbées par notre marché rappelle sensiblement celui d'avant la guerre, dénote, chez les petits comme chez les gros capitalistes d'aujourd'hui, moins des disponibilités égales, qu'un empressement aussi vif qu'en 1913. Nous ne croyons pas inutile de répéter ici notre opinion sur la nécessité qu'il y ait, pour l'avenir même des Sociétés de Placement, une masse d'épargnants et non de spéculateurs, les adoptant dès leur création. La mentalité des souscripteurs de la première heure n'est point sans rapport avec celle des administrateurs et plus généralement avec l'orientation de la gestion dans

une voie ou dans l'autre. C'est à un tel recul de l'esprit de spéculation au profit du goût traditionnel de l'épargne, dans les milieux « moyens » français que nous concluons donc de l'examen simultané des deux premières figures (Caisses d'épargne et Emissions). N'est-ce point encore un indice favorable à notre opinion que la position actuelle du montant des comptes courants et des comptes de dépôts d'après le troisième graphique. Leur taux actuel est d'ailleurs bien au-dessus de celui de la dévalorisation de notre monnaie. Il ne faut pas croire que tous ces soldes créditeurs représentent de l'épargne. La majeure partie correspond certainement à des capitaux nécessaires à l'industrie et au commerce, ou à des besoins de consommation différée. Mais il en était de même en 1913, et ne peut-on pas penser qu'il existe dans les deux cas une même proportion de capitaux déposés dans l'attente d'un investissement définitif ? Cette abondance de capitaux disponibles se traduit d'ailleurs par le taux peu élevé de l'argent à court terme.

D'autres considérations, tirées de l'état actuel de notre marché rappellent encore certaines des conditions qui nous ont paru déterminer l'établissement des Investment Trusts dans leur pays d'origine. La tendance à la baisse du taux de l'argent à long terme, (actuellement à 4 %) et le souvenir très proche de mécomptes boursiers ne peuvent que militer, de même que les projets de conversion des emprunts d'Etat, en faveur de l'adoption, par notre pays de cette formule de Placement. La difficulté que le capitaliste rencontre en recherchant un emploi de son argent lui donnant la sécurité et des revenus ne peut que le rendre plus sensible aux arguments qu'on lui présente en faveur des Sociétés de Placement.

A l'heure actuelle, notre pays semble donc en état d'utiliser correctement la formule anglaise des Investment Trusts. La curiosité suscitée en France par le développement trop rapide des Investment Trusts américains et les critiques que l'on a pu en lire dans les journaux de notre pays constitue une saine publicité pour les méthodes de prudence de cette

formule anglaise. La création et le développement normal des Sociétés de Placement se présentent donc sous un jour très favorable ; il y a des capitaux sur le marché, une méthode de gestion qui a fait ses preuves, et un public prêt sans doute à les accueillir, peut-être avec un peu de défiance, mais toutefois sans hostilité. Il ne reste plus qu'à voir disparaître l'important obstacle matériel : les prélèvements trop élevés du fisc.

Notre régime fiscal en ce qui concerne les sociétés de placement a certainement soulevé contre lui l'unanimité de ceux qui ont recherché les causes de l'absence de ces organismes sur notre marché. C'est parce que ces sociétés ont à supporter la charge très lourde, au taux actuel encore d'une « double imposition » qu'elles ne peuvent s'acclimater chez nous. Les cas de double imposition sont assez fréquents dans notre système fiscal. Celui-ci est sans doute « involontaire ». Des divers impôts auxquels l'Etat a recours, c'est celui qui s'applique au revenu des valeurs mobilières qui, jouant deux fois, devient pratiquement prohibitif. Le revenu du portefeuille doit le supporter tout d'abord (il était, il y a peu de temps encore de 18 % pour le revenu des valeurs françaises et de 25 % pour le revenu des valeurs étrangères et a été ramené à 16 et 18 %) ; les dividendes distribués par la Société de Placement le subissent ensuite au moment où ils rentrent dans le patrimoine des actionnaires (sans préjudice naturellement de toute autre imposition d'origine différente).

Si l'on considère le portefeuille constitué par la société comme une source de revenu, l'impôt qui, dans l'esprit du législateur n'aurait dû sans doute être acquitté qu'une seule fois est l'objet de deux paiements entre la production de ce revenu et sa consommation par le bénéficiaire. Cette double imposition d'un même revenu est la conséquence de la fiction qui reconnaît la personnalité juridique à toute société. Ce n'est pas tant ce principe lui-même que l'on critique que le résultat de son application stricte. Il est pratique, indispensable souvent d'avoir recours à la personnalité juridique des sociétés, mais cette fiction devrait jouer seulement dans

les limites que la réalité des faits économiques impose. Or, lorsqu'une société constitue un portefeuille, c'est pour le compte, économiquement parlant, de ses membres. Ceci étant posé, il paraît naturel que cette société soit taxée, comme contribuable, dans la mesure où son activité est productive, c'est-à-dire où elle augmente le rendement des capitaux qu'elle rassemble. En d'autres termes, ce n'est point sur le total des revenus qu'elle sait tirer de ses ressources que doit porter le prélèvement fiscal, il doit plutôt s'établir sur l'importance du « service » que la Société de Placement, rend à ses membres. Les revenus sociaux leur appartiennent en définitive et il paraît injuste de faire payer l'impôt sur ce revenu à d'autres qu'à ses bénéficiaires réels. L'activité économique de la Société de Placement ne vise pas à autre chose qu'à procurer à ses membres un supplément de bénéfices. C'est cette considération seule qui devrait servir de base à un système logique de taxation. Cette injustice fiscale et cette erreur économique aggravée encore par le taux élevé de l'impôt ont été dénoncées bien souvent déjà, c'est à cette imposition maladroite que le projet de loi du 10 novembre 1930 propose de remédier en même temps qu'il fixe le statut des Sociétés de Placement en France.

C'est aux commentaires que ce projet de loi suscite que le chapitre suivant sera consacré.

CHAPITRE II

Ce projet de loi du 10 novembre 1930 fait partie d'un ensemble de mesures à l'étude depuis plusieurs années et qui ont pour but d'assurer la « protection de l'épargne ». Il nous paraît intéressant, avant d'en examiner le contenu, de rapporter ici non seulement le texte de ce projet mais aussi l'exposé des motifs qui le précède et en constitue le premier commentaire, non le moins instructif d'ailleurs.

Exposé des motifs.

« Parmi les sociétés d'aspects très divers dont le principal objet est la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières, il en est une catégorie, celle des sociétés de placement, qui est de nature à fournir aux épargnants à la fois une rémunération relativement élevée de leurs capitaux et la sécurité qu'ils désirent.

L'objet de ces sociétés, très développées en Angleterre et aux Etats-Unis sous le nom d'*Investment Trusts*, est essentiellement d'employer leur capital social à la constitution d'un portefeuille de valeurs mobilières qu'elles gèrent au mieux des intérêts de leurs actionnaires. En appliquant sur une large échelle les principes de la gestion des fortunes, notamment en poussant à l'extrême la division des risques, en ne distribuant d'autre part à titre de dividende que les intérêts et produits annuels de leurs portefeuilles, à l'exclusion des plus-values de leur capital, aussi longtemps du moins que les réserves ne sont pas suffisamment élevées, ces sociétés arrivent à présenter, en même temps qu'une sécuri-

té certaine, de larges perspectives de bénéfices. Elles permettent notamment à leurs actionnaires, bien qu'ils ne disposent que de ressources restreintes, de prendre indirectement des parts dans des sociétés importantes dont ils ne pourraient mettre les titres dans leurs portefeuilles individuels, soit parce que ces titres sont d'un prix trop élevé, soit parce qu'ils ne se négocient que sur les marchés étrangers auxquels les petits épargnants ne sont pas en situation de s'adresser.

L'introduction et le développement de ces sociétés en France apparaissent comme éminemment désirables.

Or, le régime fiscal français interdit en fait la constitution d'organismes analogues aux « investment trusts » puisqu'il superpose à l'impôt prélevé sur les diverses valeurs constituant leur portefeuille l'impôt sur les revenus distribués par les « investment trusts » eux-mêmes. La solution consiste à supprimer cette superposition d'impôts en faveur des sociétés de placement qui se soumettront à la réglementation prévue par le projet de loi qui vous est présenté.

Il en effet nécessaire, pour que ces sociétés répondent pleinement à leur objet qu'elles se soumettent à une réglementation sans laquelle elles n'auraient de la société de placement que le nom et n'offriraient aucune garantie sérieuse : l'expérience de nombreux « investment trusts » américains a révélé le danger de certaines pratiques qu'il faut à tout prix leur interdire.

Il est au surplus, équitable que, bénéficiant d'avantages sérieux au point de vue fiscal, les sociétés de placement soient assujetties à un certain nombre de prescriptions destinées, tout en restant compatibles avec la liberté nécessaire pour les opérations qui sont l'objet de leur activité, à sauvegarder la sécurité des épargnants.

Le texte du projet de loi que vous voudrez trouver ci-après répond aux idées qui viennent d'être développées.

L'article premier a pour objet de préciser les règles auxquelles doivent se soumettre les sociétés qui voudront bénéficier des avantages fiscaux réservés aux sociétés de place-

ment. Il a paru nécessaire de limiter très strictement l'objet de ces sociétés à la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières, l'expérience de certains pays étrangers prouvant que l'extension des fonctions des « investment trusts » est en général fatale pour leur saine gestion.

Leur sont interdites toutes autres opérations financières, industrielles et commerciales, notamment toutes participations à des syndicats d'émission ou à des syndicats boursiers.

Il demeure toutefois entendu que les sociétés de placement pourront librement effectuer toutes opérations d'emploi temporaire de leurs disponibilités, en attendant l'investissement définitif de ces fonds.

La garantie essentielle donnée à l'épargne résidant dans la publicité à laquelle sont astreintes ces sociétés, des obligations particulières sanctionnées par des pénalités sévères ont été imposées aux commissaires aux comptes en vue de contrôler la parfaite sincérité de cette publicité.

Les autres prescriptions sont pour la plupart imposées par l'expérience : nécessité d'un capital social minimum, limitation des émissions d'obligations, interdiction de distribuer à titre de dividende les plus-values de capital, aussi longtemps que les réserves n'atteignent pas le montant du capital, division et compensation des risques de placement par une répartition des investissements entre différentes entreprises, limitation des tantièmes et des frais de gestion. L'expérience américaine prouve qu'une semblable réglementation est nécessaire pour empêcher que les actionnaires ne soient frustrés d'une grande partie des produits de leur épargne.

L'article 2 prévoit l'exonération de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières au profit des dividendes de ces sociétés.

Le but envisagé étant en effet de favoriser par une dispense d'impôts les épargnants pour le compte desquels les sociétés de placement possèdent, gèrent et font fructifier un portefeuille de valeurs mobilières, c'est-à-dire leurs actionnaires, les intérêts payés aux obligataires ainsi que les tan-

tièmes alloués aux administrateurs sont logiquement exclus du bénéfice de l'exemption.

L'imputation sur les dividendes distribués par la société du produit des valeurs de son portefeuille devra s'entendre des produits effectivement encaissés, c'est-à-dire des produits bruts diminués des impôts supportés par la société lors de l'encaissement de ces produits.

L'article 3 prévoit les pénalités applicables en cas d'infraction aux prescriptions posées dans les articles précédents.

Permettre la création de sociétés qui seront des facteurs particulièrement actifs de l'organisation d'un grand marché financier international et dont les titres constitueront pour l'épargne un placement intéressant en même temps qu'ils lui offriront la sécurité qu'elle recherche : telle a été, messieurs, la préoccupation du gouvernement. En donnant votre approbation au projet de loi que nous avons l'honneur de soumettre à vos délibérations, vous témoignerez que c'est également la vôtre.

Projet de loi.

Art. 1. — Pourront seules faire appel au public dans les conditions prévues par l'art. 3 de la loi du 30 Janvier 1907, sous la dénomination de « Société de Placement », Compagnies de placement ou désignations similaires, et faire suivre leur dénomination sociale de la mention « Loi du... », les sociétés anonymes françaises qui se soumettront aux prescriptions suivantes.

1° Lesdites sociétés devront avoir pour unique objet la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières. Ce portefeuille ne pourra pas comprendre de parts de sociétés à responsabilité limitée.

Lesdites sociétés pourront toutefois acquérir des immeubles de rapport à concurrence de 5 % au maximum de leur capital, de leurs réserves et de leurs emprunts obligataires. Leur sont interdites toutes autres opérations financières, industrielles ou commerciales et notamment la constitution de sociétés dont elles deviendraient fondatrices, la création ou l'exploitation d'entreprises privées ou commerciales, la ga-

rantie du placement ou de la vente dans le public d'actions, obligations, parts de fondateurs ou autres titres de collectivités publiques ou privées, l'émission d'obligations pour le compte de collectivités publiques ou privées en recevant une prime ou commission, l'achat de sociétés en liquidation ou en faillite en vue de les liquider à leur bénéfice.

Leur sont en outre interdites toute participation et toute adhésion à des accords conclus avec des individus ou des collectivités en vue de procéder à l'acquisition pour les revendre des actions, obligations, parts de fondateurs ou autres titres de collectivités publiques ou privées, à la vente pour les racheter desdits titres et à la répartition entre les participants des gains et pertes résultant de ces opérations.

2° Elles devront publier, dans les trois mois de la clôture de l'exercice, au Bulletin des Annonces légales obligatoires, et insérées dans le rapport annuel de la société la composition intégrale des valeurs de l'actif à la date de clôture de l'exercice, avec indication du prix d'acquisition et en outre, pour les valeurs de portefeuille, du cours du jour de l'inventaire. La publication au Bulletin devra comprendre également le bilan annuel et le compte de profits et pertes.

3° Les dites sociétés devront être constituées au capital minimum de cent millions de francs entièrement versés. Elles ne pourront créer ni actions privilégiées, ni parts de fondateurs. Elles pourront émettre des obligations à concurrence de 25 % de leur capital et de leurs réserves. Elles ne pourront recevoir d'apports en nature.

4° Aussi longtemps que les réserves n'auront pas atteint le montant du capital social, pourront seuls être distribués, après déduction des frais de gestion, les intérêts, dividendes arrérages et autres produits des titres constituant le portefeuille de la société.

5° Lesdites sociétés ne pourront posséder plus de 5 % de titres évalués à leur valeur nominale, émis par une collectivité, ni plus de 5 % du nombre des titres sans valeur nominale, émis par la même collectivité, ni disposer de plus de 1 vingtième des droits de vote dans une société. Elles ne

devront pas employer en titres d'une même collectivité plus de 5 % des sommes placées et disponibles pour le placement.

Sous réserve de l'exercice des droits de toute nature attachés aux titres que les sociétés de placement possèdent régulièrement, lesdites sociétés ne pourront acquérir des titres de sociétés qui n'auraient pas établi au moins trois bilans annuels.

6° Lesdites sociétés ne pourront attribuer à forfait la gestion de leur portefeuille. Les tantièmes attribués aux Administrateurs ne devront pas dépasser trois pour cent des bénéfices mis en distribution. Les frais de gestion ne pourront être supérieurs à 1 % du capital social et des réserves.

7° Le président du Conseil d'Administration desdites Sociétés, l'administrateur délégué et le ou les directeurs ainsi que les deux tiers au moins des administrateurs devront être de nationalité française. Les interdictions relatives à l'exercice de la profession de banquier sont applicables aux administrateurs, aux directeurs ainsi qu'aux commissaires aux comptes desdites sociétés.

8° Les commissaires aux comptes devront surveiller l'exécution des prescriptions des paragraphes précédents et certifier sous leur responsabilité, après vérification, l'existence matérielle du portefeuille, tel qu'il figurera au bilan, toute infraction à cette dernière obligation sera punie d'une amende de 5.000 à 50.000 francs et, en cas de mauvaise foi, d'un emprisonnement de 3 mois à un an.

Art. 2. — Les intérêts, dividendes et autres produits des actions des sociétés qui se conformeront aux dispositions de la présente loi seront exonérés de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières dans la mesure où il sera justifié qu'ils proviennent des intérêts, dividendes, arrérages et tous autres produits des valeurs composant le portefeuille de la société.

Art. 3. — Les administrateurs qui auront contrevenu aux dispositions des paragraphes 1 à 7 de l'article 1er de la présente loi seront passibles d'une amende de 3.000 à 50.000 fr. et en cas de récidive de 50.000 à 500.000 francs. En cas de

mauvaise foi, ils seront en outre passibles d'un emprisonnement de 3 mois à un an et en cas de récidive de un an à cinq ans.

Le tribunal ordonnera, dans tous les cas, que le jugement de condamnation soit publié intégralement ou par extraits au Bulletin des Annonces légales obligatoires et dans les journaux qu'il désignera, le tout aux frais des condamnés.

Dans le délai de un mois qui suivra toute condamnation définitive, les actionnaires devront être convoqués en Assemblée Générale extraordinaire pour se prononcer sur les modifications à apporter à la gestion de la société et sur la dissolution éventuelle de celle-ci ».

D'après ces textes, l'Etat veut bien accorder une « faveur », c'est-à-dire alléger en cette matière seulement la charge fiscale dont l'origine est la double imposition, à la condition que l'on se soumette à la réglementation qu'il édicte. Ce statut légal et spécial des sociétés de placement dont on veut doter, avec raison, notre pays sera sans doute le premier de ce genre, car nous ne savons point qu'à l'étranger il existe quelque chose d'équivalent, si ce n'est dans l'Etat de Californie ; encore dans cet Etat, ce statut est-il l'œuvre non du législateur, mais de l'Office chargé de la police des valeurs mobilières. Le projet français, toute question fiscale mise à part, se rapproche d'ailleurs assez de ces règles américaines. Son contenu, que les Chambres ont à discuter, comprend trois parties.

1° Caractéristiques que devront présenter les sociétés de placement ;

2° Avantages fiscaux consentis par l'Etat ;

3° Sanctions.

1° La mention « Société de Placement », ou toute autre mention similaire, est réservée par le législateur à ces sociétés uniquement. Cette « étiquette » officielle est ainsi choisie pour que l'épargnant, à la seule lecture de la raison sociale, sache à quoi s'en tenir.

Ensuite sont énumérées les obligations qui seront imposées par la loi. Ce sont autant de restrictions à la liberté des

organisateurs et des administrateurs, et les rédacteurs du texte ont certainement voulu codifier en quelque manière, la coutume suivie en Angleterre dans la gestion des Investment Trusts.

La gestion d'un portefeuille diversifié de valeurs mobilières doit être l'unique objet de ces sociétés. Le législateur veut, autant que cela se peut, écarter toute occasion pour les administrateurs, de s'égarer dans une autre voie. Plusieurs dangers sont à prévoir : l'évolution vers la « Société de contrôle » et l'évolution vers la « Société de financement », sans compter naturellement l'exercice du métier de banquier, d'industriel ou de commerçant. Dans ce but, le législateur établit un double taux de participation dans chaque affaire, taux qui assure par contre coup une diversification minimale des placements. C'est là le principe original de tout Investment Trust et on veut en faire avec raison un article de loi. Pour augmenter la sécurité des actionnaires, les rédacteurs du projet ont de plus tenu à limiter l'activité boursière par une double interdiction. L'énumération des opérations de bourse qui ne seront pas permises semble très judicieuse; mais l'interdiction générale, par cela peu précise, de se livrer à « toutes autres opérations financières, industrielles et commerciales » soulève, au sujet du premier groupe d'opérations visées, quelques difficultés d'interprétation. Nous ne pouvons mieux faire que de rapporter à ce sujet le point de vue très juste de M. Gaël-Fain :

« A l'égard des autres opérations financières, l'exposé des motifs précise que « les Sociétés de Placement pourront effectuer librement toutes opérations d'emploi temporaire de leurs disponibilités, en attendant l'investissement définitif de ces fonds », disposition judicieuse, car, en période de boom ou de crise, les sociétés de placement pourront avoir intérêt à conserver liquide, en les plaçant en reports ou en dépôts, une forte partie de leurs capitaux.

Cependant l'exposé des motifs ne dit pas si, inversement, les sociétés de placement pourront emprunter à court terme (les émissions à long terme étant réglementées dans le texte

du projet) ni dans quelle mesure. Dans certains cas, en effet, de tels emprunts en période d'émission d'actions ou d'obligations, pourraient être appelées à rendre de réels services aux sociétés de placement (certains Investment Trusts anglais limitent cette faculté d'emprunt à court terme à 10 % du capital et des réserves).

A la question des emprunts et des prêts à court terme se rattache d'ailleurs celle des opérations à terme; en effet, un achat à terme à découvert n'est pas autre chose qu'un emprunt de capitaux qui prend fin dès la levée des titres, une vente à terme à découvert n'est pas autre chose qu'un emprunt de titres.

A la différence des règles posées dans certains Etats américains, le projet français n'interdit pas aux Sociétés de Placement les opérations à terme; à juste titre selon nous, car ces opérations rentrent incontestablement dans le cadre de la gestion normale d'un portefeuille, soit que le capitaliste veuille bénéficier des avantages d'un marché plus large, soit qu'il veuille en prévision d'une hausse escomptée investir sans tarder des fonds dont il ne disposera qu'après quelques semaines, soit qu'il désire réaliser sans plus attendre des titres momentanément bloqués pour une raison quelconque.

Cependant si de telles opérations font partie de la routine normale d'une gestion rationnelle, il y aurait des inconvénients, en raison de leur caractère, à ce que les sociétés de placement puissent se livrer sur une grande échelle à des opérations spéculatives de ventes ou d'achats à découvert. Nous croyons donc que la loi devrait disposer, par exemple: que les sociétés de placement ne pourront vendre de titres qu'elles ne posséderaient pas au moment de la vente, ni faire reporter des achats de titres à terme pour un montant dépassant 5 % de leur capital et de leurs réserves » (M. Gael-Fain).

Ces restrictions qui tendent à délimiter étroitement l'emploi des ressources dont disposeront les sociétés de placement ont été souvent jugées trop dures par la presse financière; on regrette de voir ces sociétés ne pouvoir profiter

d'opérations fructueuses, et cela juste à un moment d'argent bon marché; on craint que ne pouvant ainsi donner des dividendes substantiels à leurs actionnaires, elles ne remportent aucun succès auprès des capitalistes français.

La publication annuelle du portefeuille est obligatoire. Là encore la coutume anglaise n'est pas exactement suivie, mais cela apparaît utile, pendant les années de début principalement. En plus du contrôle qu'elle permet, certains considèrent l'influence éducative, qu'elle peut avoir sur le public, et l'honnête publicité, au sens commercial du mot qu'elle constituera pour ces organismes.

Le capital minimum de 100 millions entièrement versés qui est demandé par le projet a soulevé de vives critiques. On craint que cela empêche de nombreuses initiatives d'être réalisées, faute de pouvoir mobiliser, avant toute chose, un pareil capital. De plus est-il encore dit, ces 100 millions versés méritent immédiatement une rétribution, ils ne peuvent rester longtemps inactifs; or il est très difficile et dangereux de constituer rapidement un portefeuille de cette importance. Par définition la société de placement ne doit rechercher que des titres de premier ordre, satisfaisant à de nombreuses conditions, et l'on craint que la Bourse de Paris qui, en ce moment surtout (1931) présente un volume réduit d'affaires, ne puisse satisfaire une telle demande sans quelques réactions.

Cependant on doit remarquer que ce chiffre n'est point trop élevé si l'on envisage un autre côté important de la question. L'organisation des services d'études dans une société de placement, est primordiale, et la somme que l'on peut y consacrer doit, non seulement légalement, mais aussi logiquement être très réduite par rapport au portefeuille géré. Aussi les rédacteurs du projet ont fait preuve d'une sage prudence en écartant les sociétés qui, en raison de leurs faibles ressources, seraient dans la nécessité de comprimer les dépenses de ces services; d'autant plus que l'on oblige ces sociétés à assurer par elles-mêmes la gestion de leur portefeuille.

Il ne pourra être créé ni parts de fondateurs ni actions pri-

vilégiées; à concurrence de 25 % du capital et des réserves, l'émission d'obligations est autorisée. Une telle structure du capital social s'inspire très correctement de l'expérience anglaise en interdisant les parts de fondateurs; mais elle s'en écarte sur les deux autres points : les Investment Trusts britanniques connaissent, en effet, et utilisent largement ces deux sortes d'émissions; certains d'entre eux ont ainsi une dette obligataire s'élevant à plus de 70 % de leurs ressources. C'est une égale liberté, en matière d'emprunt seulement, que les milieux financiers de notre pays préféreraient obtenir de la future loi. Mais par contre, pourquoi le législateur ne ferait-il pas sienne la théorie que l'« Investment Managers C^o » applique, aux Etats-Unis, en n'émettant que des actions d'un type unique ? : « Le motif qui a inspiré la formation de notre compagnie a été de considérer sous un angle unique l'intérêt des capitalistes et de regarder toutes les personnes qui font gérer leur argent par la Compagnie, comme également qualifiées pour profiter au maximum des résultats que celle-ci pourra obtenir pour eux sans jamais risquer leurs capitaux dans des spéculations hasardeuses. La Compagnie ne veut pas faire de distinction entre les capitalistes soi-disant mieux informés et ceux qui le sont moins. Elle n'admet pas que les derniers doivent se contenter d'un revenu plus faible que les autres. Pour la proportion de son avoir qu'un capitaliste, quel qu'il soit, confie à la gestion de notre compagnie, le but de celle-ci est que tous bénéficient du même traitement ». Il n'est pas indispensable au fonctionnement de la Société de Placement qu'elle ait une partie de ses ressources assurées par l'emprunt. En adoptant cette formule de l'« Investment Managers C^o » le législateur favoriserait chez nous une sorte de « Coopérative de placement des capitaux ». Aucune portion du capital ne jouirait ainsi d'une « rente » en exploitant l'autre : celle qui n'a droit qu'à une rétribution fixe, quel que soit le emploi opéré.

L'obligation de ne distribuer que « les intérêts, dividendes et arrérages et autres produits de titres constituant le por-

tefeuille » devrait être continue, à notre avis. C'est de la prudence même que d'agir ainsi et l'importance des réserves ne devrait point permettre de changer une bonne méthode contre une mauvaise.

Les sociétés de placement devront effectuer elles-mêmes la gestion de leur portefeuille. Cette obligation ne peut nuire, nous avons dit, à la qualité d'une telle gestion, si la société dispose des ressources convenables pour entretenir des services suffisants. Elle ne devra pas représenter une charge supérieure à 1 % du capital social et des réserves. C'est là un chiffre plus élevé que le taux habituel en Grande-Bretagne, où de plus les administrateurs des Investment Trusts reçoivent des indemnités fixes et non des tantièmes. Au sujet de ces derniers la suggestion de M. Gael Fain, qui voudrait allouer aux administrateurs des indemnités proportionnelles aux bénéfices réservés plutôt qu'à ceux distribués devrait être retenue par la future loi. Une telle mesure contribuerait à accroître plus rapidement les réserves et la solidarité de ces sociétés.

2. — « Les intérêts, dividendes et autres produits des actions de sociétés qui se conformeront aux dispositions de la présente loi seront exonérés de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières dans la mesure où il sera justifié qu'ils proviennent des intérêts, dividendes, arrérages et tous autres produits des valeurs composant le portefeuille de la Société ». C'est en cela que consiste le régime de faveur accordé par la loi. L'exemption ne porte que sur le revenu des actions de ces sociétés. Les obligataires continueront donc à subir la taxe actuelle, et l'on peut dire que si d'une part le projet de loi autorise, ainsi que nous l'avons vu, l'émission d'obligations, d'autre part, il laisse substituer cet obstacle fiscal et empêche pratiquement l'exercice de ce droit. Ce projet ne supprime point non plus l'application d'un autre impôt, celui sur les bénéfices industriels et commerciaux, qui, dans le cas de la Société de Placement, porte sur les plus-values ou profits encaissés lors de la vente d'un titre. Cette seconde exonération devrait aussi être accordée car lorsque la même opéra-

tion fructueuse est faite par un simple particulier, aucune taxe n'est perçue, il serait donc équitable de traiter les deux bénéfices de la même façon.

3. — Le projet de loi édicte les sanctions contre les personnes qui chargées de l'administration ou du contrôle s'en acquittent mal, ou avec mauvaise foi.

Le projet de loi du 10 novembre 1930 propose donc au législateur une réforme dans l'ensemble très heureuse, en même temps que l'exposé des motifs révèle exactement le but à atteindre. Sans doute des critiques diverses ont pu lui être adressées, elles n'auront pour effet, souhaitons-le que de donner au législateur le moyen d'élaborer le meilleur texte définitif, qui sera celui de la loi.

Les modifications que l'on pourrait encore réaliser durant la discussion devant les Chambres devraient, à notre avis tendre à deux buts.

1° Donner à ces sociétés un caractère coopératif très net, en autorisant les emprunts à court terme, seuls, et sous certaines conditions.

2° Favoriser de toutes manières la constitution des réserves, quelle que soit dans l'avenir, leur importance par rapport au capital. Le rôle des réserves dans ces sociétés est de premier plan.

Voici à ce sujet ces quelques lignes de M. Decazes, qui s'appliquent très heureusement aux Sociétés de Placement. « Il est d'une nécessité absolue dans l'intérêt de la société et des actionnaires de constituer de grosses réserves et de laisser l'épargne jouer son rôle vivifiant... L'épargne est encore plus nécessaire aux organismes moraux qu'aux individus. Or la constitution de réserves est de l'épargne. C'est l'assurance que l'on constitue soi-même contre toute sorte de risques, le volant régulateur qui permet d'assurer une marche régulière à travers les mauvaises périodes...

Enfin la pratique de larges réserves, nécessaire à la bonne marche des entreprises et concourant à l'intérêt même des actionnaires semble bien répondre à la mentalité des petits capitalistes français, qui cherchant dans l'action le prolon-

gement de l'obligation, désirent la régularité des dividendes en même temps que la plus-value des cours ».

Il y aurait peut-être encore quelque chose d'utile à la cause des Investment Trusts dont le principe seul devrait être posé par la future loi. C'est la possibilité de créer en France entre les Sociétés de Placement un organisme central comme l'est la « British Trusts Association ».

« La British Trusts Association » a été constitué en vue de permettre aux divers Investment Trusts britanniques d'agir en commun pour la solution et l'acquisition de valeurs en constituant un organisme central de recherches.

L'association, comme en fait foi son modeste capital, n'a pas pour objet d'exercer un commerce pour son propre compte mais principalement de servir d'intermédiaire pour l'examen approfondi de toutes émissions et propositions comportant l'investissement de capitaux et négocier la prise de participation dans des affaires ou entreprises anglaises.

La puissance considérable des Trusts companies concentrée par le canal de l'association sera d'un grand secours pour le placement du capital britannique...

On peut aussi prévoir que les émissions par appel au public qui bénéficieront de l'approbation des membres de l'association seront plus facilement absorbées par l'épargne privée ».

Un tel organisme central serait utile en France pour remédier aux inconvénients qui peuvent résulter du paragraphe 1 (sur les opérations financières) et du paragraphe 6 du projet (interdisant tout contrat sur la gestion du portefeuille). La loi ne peut d'ailleurs que poser le principe d'une telle Chambre syndicale, dont la mise au point appartiendra surtout aux sociétés affiliées elles-mêmes.

CONCLUSION

Nous voici arrivés au terme de cette étude sur les Sociétés de Placement. Pour achever de convaincre notre lecteur et de le gagner à nos conclusions favorables à ces sociétés, nous ne pouvons mieux faire, croyons-nous, que de rapporter ici l'opinion de M. Truchy, notre maître à la Faculté de Droit.

« Il y a là une combinaison qui peut rendre au public des épargnants les plus grands services. Le capitaliste moyen n'a ni les sources de renseignements nécessaires pour apprécier sainement la valeur et les chances d'avenir des titres qui lui sont offerts, ni souvent la dose de connaissances économiques et financières qu'il faut pour conduire utilement des placements, ni enfin le temps de s'en occuper. Ce qu'il ne peut faire, la Société de Placement le fait. Elle peut aisément, elle doit pratiquer la division des risques, et c'est déjà un avantage essentiel. Elle dirige ses disponibilités vers des emplois qui ont été étudiés par ses services techniques. Elle est en situation d'acheter et de vendre au moment le plus opportun et dans des conditions plus favorables que le capitaliste isolé. Elle peut dans certaines émissions, en souscrivant des quantités importantes de titres, obtenir des conditions particulières. Bref, c'est un métier que de placer des capitaux, un métier que le capitaliste isolé ne peut guère connaître et c'est justement celui de la Société de Placement. Les résultats obtenus en Angleterre par les Sociétés de ce type sont, dans l'ensemble, entièrement satisfaisants.

On a objecté parfois que la Société de Placement pouvait

être mal conduite, dérivée vers des fins de spéculations qui ne sont pas les siennes. D'accord, mais quel genre de société est donc à l'abri d'une gestion imprudente ou peu scrupuleuse ? L'objection vaudrait, si elle était fondée contre toutes espèces d'entreprises. On peut discuter la question de savoir s'il conviendrait d'instituer pour les Sociétés de Placement une réglementation spéciale, et cela vaut la peine qu'on y réfléchisse. Mais personne ne peut nier les grands services que, gérées avec honnêteté et compétence, ces sociétés sont en situation de rendre au public capitaliste. Il est donc dommage qu'une fiscalité abusive les écarte de notre marché. »

Quant à l'avenir, dans notre pays, de cette formule rationnelle de placement, il dépend entièrement de deux puissances, qui sont comme des génies tantôt bienfaisants, tantôt malfaisants dans l'existence de « l'homme de la rue », l'Etat et la Finance. Ce ne sont pas des conseils, mais des vœux qu'il convient de leur adresser :

Nous souhaitons tout d'abord que soit établi un statut des Sociétés de Placement où l'Etat, par une réglementation préventive de toutes déformations possibles, permette à une activité utile de donner tous ses effets.

Nous souhaitons ensuite que les grandes Maisons financières françaises ne prennent point ombrage de ces nouvelles venues sur notre marché, qu'elles les accueillent sans arrière pensée, et même n'hésitent point à faire ce à quoi aucune loi ne saurait les contraindre : faire bénéficier loyalement les Sociétés de Placement de leur expérience et de leur habileté.

En s'unissant ainsi dans cette œuvre de protection de l'épargnant, l'Etat y gagnera sans doute un contribuable et le Banquier un client, dont la prospérité leur est économiquement indispensable.

BIBLIOGRAPHIE

- JAMES SMITH. — Trust Companies in U. S.
- JOHN KIRSHMANN. — Principles of Investment.
- MONTGOMERY. — Financial Handbook.
- JOHN F. FOWLER. — American Investment Trusts.
- WILLIAMS MARSHALL. — Investment Trusts in America.
- LELAND-REX ROBINSON. — Investment Trust management and Organisation (Ed. 1926 et 1929).
- ROSSET. — « Holding Companies » et leur imposition en Suisse.
- LEROY-BEAULIEU. — L'art de placer et gérer sa fortune.
- POUGOL. — De la suppression d'impôts cédulaires en matières de revenus de capitaux mobiliers en France.
- LOUIS JANIN. — Les sociétés de participation au point de vue économique.
- G. DRUART. — Le Trust de Placement.
- PAUL CHEMINAIS. — Des sociétés de gestion de valeurs mobilières étrangères.
- J. DE LANDER. — Les Investment Trusts.
- VARANGOT. — Les Sociétés de Placement et le marché français financier.
- ALPEROVITCH. — La crise boursière américaine de 1929.
- ANGAS (trad. Gael Fain). — Investment.
- MARCEL CAVELIER. — La gestion des fortunes mobilières.
- DECAZES. — Les distributions de réserves et l'impôt sur le revenu.

TABLES DES MATIÈRES

INTRODUCTION I	9
— II	10

PREMIERE PARTIE

CHAPITRE PREMIER. — LES INVESTMENT TRUSTS EN GRANDE-BRETAGNE	23
Circonstances ayant été favorables à l'apparition des Investment Trusts	24
Développement et succès des Investment Trusts en Grande-Bretagne	27
A. — Période antérieure à la Crise Baring (1890)	28
B. — Tenue des Investment Trusts durant la Crise Baring	30
C. — De 1894 à la Grande Guerre	36
D. — Les Investment Trusts pendant la Grande Guerre	39
E. — Période de l'Après-Guerre	40
L'Expérience anglaise et ses enseignements	42
A. — Les Conseils de Direction	43
B. — La publicité des portefeuilles	44
C. — La structure du capital social	45

D. — Le placement du capital par l'achat de valeurs mobilières selon certains modes de placement	48
E. — Les bénéfices tirés du portefeuille	54
F. — Les réserves	56
CHAPITRE II. — LES INVESTMENT TRUSTS AUX ÉTATS-UNIS	63
Circonstances ayant été favorables aux Investment Trusts américains	66
Les différents types d'Investment Trusts américains ..	69
A. — Les portefeuilles généraux	84
B. — Les portefeuilles spécialisés	86
L'expérience américaine et ses enseignements	104
A. — Les Conseils de Direction	105
B. — La publicité du portefeuille	105
C. — La structure du capital social	106
D. — Le placement du capital selon certains modes de placement	107
E. — Les bénéfices tirés du portefeuille	103
F. — Les réserves	111
CHAPITRE III. — LES SOCIÉTÉS DE PLACEMENT DANS LES AUTRES PAYS ÉTRANGERS	114
En Belgique	114
En Hollande	116
En Suisse	117

DEUXIEME PARTIE

Section I	128
Section II	131
Section III	137

TROISIEME PARTIE

LA SOCIÉTÉ DE PLACEMENT EN FRANCE

Chapitre I	147
Chapitre II	163
CONCLUSION	177
BIBLIOGRAPHIE	179

Vu : *Le Président de Thèse,*

H. TRUCHY

Vu : *Le Doyen,*

H. BERTHELEMY

Vu et permis d'imprimer :

*Le Recteur de l'Académie
de Paris*

S. CHARLETY

